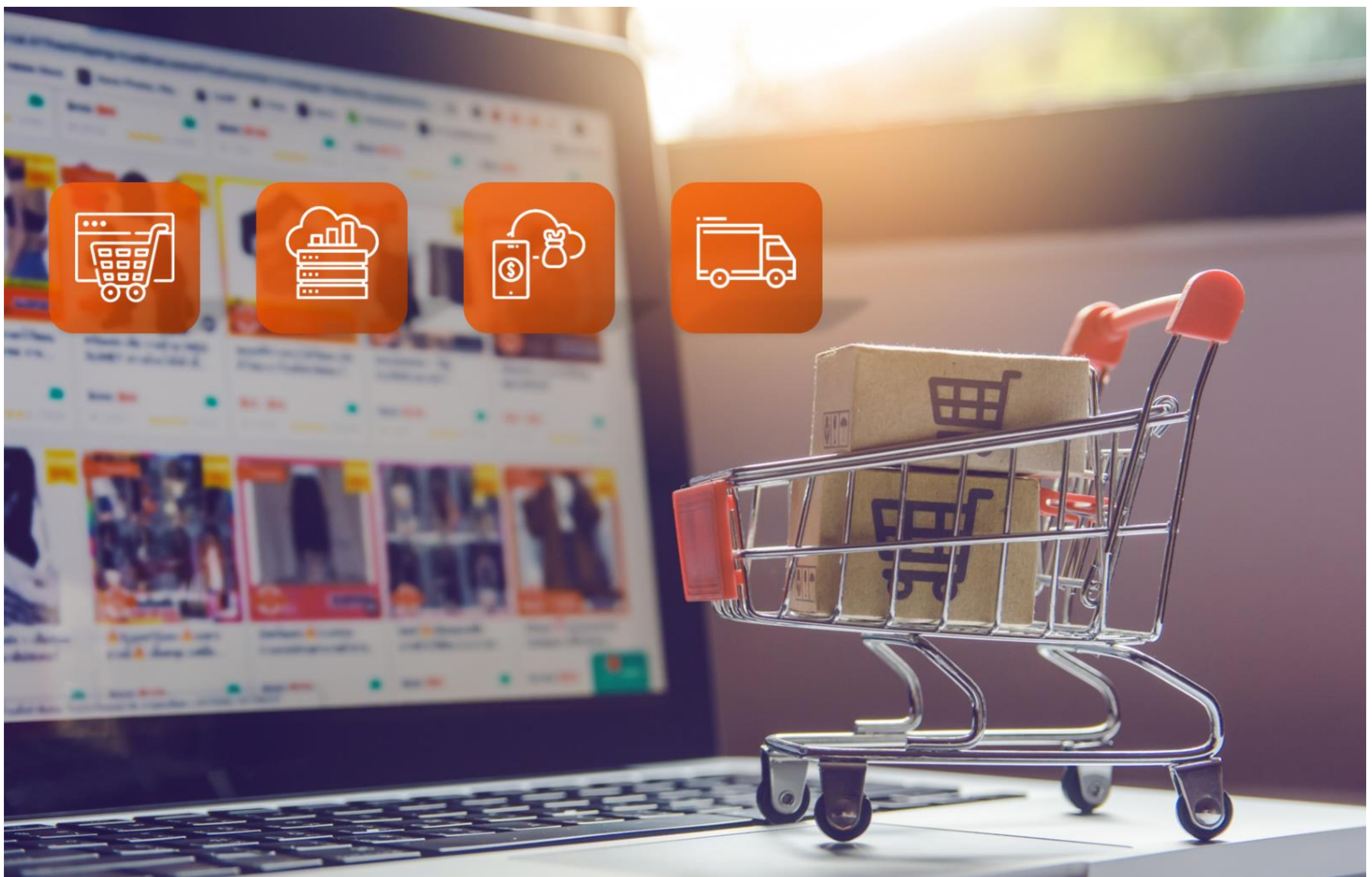
2020 年 7 月 31 日



阿里巴巴：攻守有道，内外兼修

评级：买入 首次覆盖

我们首次覆盖阿里巴巴（9988.HK），给予买入评级，目标价 320 港元。下沉市场和直播带货推动电商渗透率进一步提升，虽然加剧了电商混战，但阿里巴巴龙头地位仍难以被撼动，预计核心商业将继续保持健康增长（三年 CAGR~30%）；疫情或将加速企业服务赛道的爆发，我们认为应重新审视阿里巴巴在企业服务领域的战略布局，其长期价值被市场所低估，值得关注。

赵丹（互联网分析师）
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超（助理分析师）
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

林琰（研究部主管）
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

本研究报告由浦银国际控股有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

VISIT…

LANZAROTE

Caliente.COM

扫码免费领取资料



房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等......

扫码加微信lax988988领取资料



==

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦............

目录

SPDBI 乐观与悲观情景假设 5
下沉+直播，推动电商业务稳步增长 6
网购渗透率持续提升 6
下沉市场阻击战，阿里电商龙头依然稳固 12
直播电商，合作大于竞争 16
同城零售：下一个风口 19
科技赋能，企业服务或迎来爆发 23
阿里云，受益于数字经济升级，未来盈利可期 23
蚂蚁金服，打造金融科技超级独角兽 28
菜鸟网络，智慧物流未来空间广阔 32
产业互联网布局，支撑未来长期增长 34
估值分析与预测 36
首予"买入"评级，目标价 320 港元 36
预计收入未来三年年均复合增长达 30% 40
利润率基本保持平稳 43
附录 45
公司简介 45
股权结构 47
管理层介绍 48
财务报表 49

浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

阿里巴巴（9988. HK）：攻守有道，内外兼修

我们首次覆盖阿里巴巴（9988. HK），给予买入评级，12 个月目标价为 320 港元，潜在升幅 30%。

- **阿里生态，内外兼修，日趋完善：**下沉市场和直播带货推动电商渗透率进一步提升，虽然加剧了电商混战，但阿里巴巴的电商龙头地位仍难以被撼动；疫情或将加速企业服务赛道的爆发，我们认为应重新审视阿里巴巴在企业服务的战略布局，其长期价值被市场所低估，更值得关注。

- **下沉+直播，推动核心电商业务稳步增长：**我们依然看好阿里巴巴在电商领域的龙头地位。下沉市场，阿里巴巴通过淘宝特价版和聚划算来防御阻击，加速低线城市渗透；直播电商风口下，电商与短视频平台，合作大于竞争；阿里发力同城零售，或借非餐饮市场弯道超车。我们预计未来三年核心电商收入年均复合增长 30%。

- **科技赋能，企业服务业务或将被重估：**在电商业务基础上，阿里巴巴积极布局云计算、金融科技、智慧物流等领域，依靠技术引擎，为产业互联网构建基础设施。阿里云，位居亚太市场第一，未来市场空间广阔；蚂蚁金服，打造金融科技超级独角兽，大数据优势逐渐凸显；菜鸟网络，深耕智慧物流赛道，同城+下乡+出海，驱动未来增长。我们认为阿里巴巴在企业服务的战略布局或将得到重估。

- **估值：我们给予"买入"评级，目标价为 320 港元。**我们预测公司 FY2021-FY2023 年净利润年均复合增长 29%。基于 SOTP 估值方法，我们给予目标价为 320 港元，对应 37x/27x 的 FY2021E/FY2022E PE。

- **投资风险：** 宏观经济下滑；下沉市场不及预期；竞争激烈。

图表 1：阿里巴巴财务摘要

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	376,844	509,711	685,626	897,538	1,115,527
营收增速	50.6%	35.3%	34.5%	30.9%	24.3%
调整后净利润	93,407	211,136	188,338	255,042	357,310
调整后净利率	24.8%	41.4%	27.5%	28.4%	32.0%
调整后 EPS (元)	4.5	9.9	8.6	11.7	16.4
调整后 PE (x)	71.9	32.4	37.1	27.4	19.5

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

评级 买入

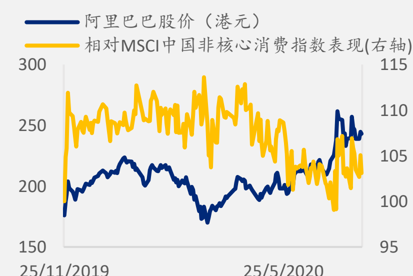
目标价（港元）	320
潜在升幅/降幅	30%
目前股价	244.8
52 周内股价区间	168 – 264
总市值（十亿港元）	5,297
近 90 日日均成交额（百万港元）	5,499

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、FactSet、浦银国际

股价表现



注：相对指数的表现起始=100

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业总收入	**376,844**	**509,711**	**685,626**	**897,538**	**1,115,527**
销售成本	(206,929)	(282,367)	(390,259)	(495,441)	(613,540)
毛利润	**169,915**	**227,344**	**295,367**	**402,097**	**501,987**
毛利率	*45.1%*	*44.6%*	*43.1%*	*44.8%*	*45.0%*
销售费用	(39,780)	(50,673)	(70,633)	(87,959)	(87,061)
销售费用率	*10.6%*	*9.9%*	*10.3%*	*9.8%*	*7.8%*
研发费用	(37,435)	(43,080)	(59,861)	(76,291)	(74,496)
研发费用率	*9.9%*	*8.5%*	*8.7%*	*8.5%*	*6.7%*
管理费用	(24,889)	(28,197)	(35,514)	(46,672)	(44,877)
管理费用率	*6.6%*	*5.5%*	*5.2%*	*5.2%*	*4.0%*
其他营业费用	(10,727)	(13,964)	(16,000)	(16,000)	(16,000)
营业利润	**57,084**	**91,430**	**113,360**	**175,176**	**279,553**
营业利润率	*15.1%*	*17.9%*	*16.5%*	*19.5%*	*25.1%*
净财务费用	38,916	67,776	61,595	80,632	100,216
其他费用	221	7,439	-	-	-
税前利润	**96,221**	**166,645**	**174,955**	**255,808**	**379,769**
所得税	(16,553)	(20,562)	(30,617)	(44,766)	(66,460)
有效所得税率	*17.2%*	*12.3%*	*17.5%*	*17.5%*	*17.5%*
股权投资	566	(5,733)	-	-	-
净利润	**80,234**	**140,350**	**144,338**	**211,042**	**313,310**
净利率	*21.3%*	*27.5%*	*21.1%*	*23.5%*	*28.1%*
少数股东权益	7,652	9,083	8,000	8,000	8,000
归属于普通股净利润	**87,600**	**149,263**	**152,338**	**219,042**	**321,310**

现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
净利润	80,234	140,350	144,338	211,042	313,310
调整为经营活动产生净额	38,491	18,839	21,089	25,989	31,589
资产及负债变动净额	32,250	21,418	(15,562)	14,700	18,567
经营现金流	**150,975**	**180,607**	**149,865**	**251,731**	**363,465**
购买物业、厂房及设备	(35,482)	(32,550)	(35,000)	(40,000)	(45,000)
购买无形资产	(14,161)	(12,836)	-	-	-
投资净额	(65,980)	(60,656)	-	-	-
其他投资现金流	(40,538)	(2,030)	-	-	-
投资现金流	**(156,161)**	**(108,072)**	**(35,000)**	**(40,000)**	**(45,000)**
发行普通股	354	91,506	-	-	-
回购普通股	(10,872)	-	-	-	-
银行及其他借款	12,116	15,788	-	-	-
偿还银行借款	(16,347)	(15,943)	(5,314)	1,500	1,500
无担保优先票据所得款项	-	-	-	-	-
融资现金流	**(7,392)**	**70,853**	**(5,314)**	**1,500**	**1,500**
现金及现金等价物净流量	**(12,578)**	**143,388**	**109,551**	**213,231**	**319,965**
汇率变动影响	3,245	4,100	-	-	-
年初现金及现金等价物	199,309	189,976	337,464	447,015	660,246
年末现金及现金等价物	**189,976**	**337,464**	**447,015**	**660,246**	**980,211**

资产负债表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
现金及现金等价物	189,976	330,503	447,015	660,246	980,211
应收款项	58,590	84,229	105,481	142,466	177,068
短期投资	3,262	28,478	28,478	28,478	28,478
受限资产	8,518	15,479	15,479	15,479	15,479
理财产品	9,927	4,234	4,234	4,234	4,234
流动资产合计	**270,273**	**462,923**	**600,687**	**850,903**	**1,205,470**
固定资产	92,030	103,387	117,298	131,309	144,719
无形资产	68,276	60,947	60,947	60,947	60,947
权益投资	84,454	189,632	189,632	189,632	189,632
商誉	264,935	276,782	276,782	276,782	276,782
其他非流动资产	185,108	219,314	219,314	219,314	219,314
非流动资产合计	**694,803**	**850,062**	**863,973**	**877,984**	**891,394**
资产总计	**965,076**	**1,312,985**	**1,464,660**	**1,728,887**	**2,096,865**
短期借款	7,356	5,154	4,500	5,000	5,500
贸易应付账款	117,711	161,536	167,226	218,912	272,080
递延收入及客户预付款	30,795	38,338	38,338	38,338	38,338
其他流动负债	51,807	36,844	36,844	36,844	36,844
流动负债合计	**207,669**	**241,872**	**246,908**	**299,094**	**352,762**
长期借款	35,427	39,660	35,000	36,000	37,000
无担保优先票据	76,407	80,616	80,616	80,616	80,616
其他非流动负债	30,171	71,186	71,186	71,186	71,186
非流动负债合计	**142,005**	**191,462**	**186,802**	**187,802**	**188,802**
负债总计	**349,674**	**433,334**	**433,710**	**486,896**	**541,564**
普通股股东权益	**492,257**	**755,401**	**899,739**	**1,110,780**	**1,424,090**
少数股东权益	116,326	115,147	115,147	115,147	115,147
夹层权益	6,819	9,103	9,103	9,103	9,103
总权益	**615,402**	**879,651**	**1,023,989**	**1,235,030**	**1,548,340**

主要财务比率

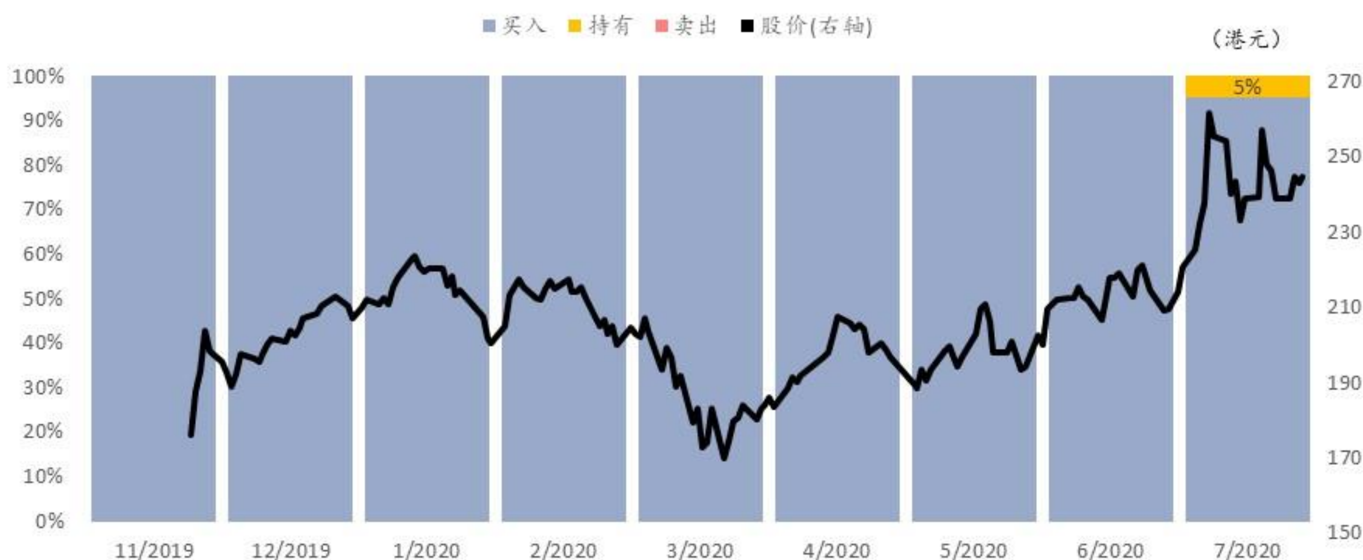
	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
每股指标（元）					
每股收益	4.2	7.0	7.0	10.0	14.7
每股自由现金流	7.6	7.3	6.9	11.5	16.7
每股账面价值	23.5	35.4	41.2	50.9	65.3
估值（倍）					
调整后市盈率	71.9	32.4	37.1	27.4	19.5
P/B	13.6	9.0	7.8	6.3	4.9
P/S	17.8	13.4	10.2	7.8	6.3
盈利能力比率					
毛利率	45.1%	44.6%	43.1%	44.8%	45.0%
经营利润率	15.1%	17.9%	16.5%	19.5%	25.1%
净利率	21.3%	27.5%	21.1%	23.5%	28.1%
ROE	18.7%	22.5%	17.4%	21.0%	24.7%
盈利增速					
营业收入增速	50.6%	35.3%	34.5%	30.9%	24.3%
营业利润增速	-17.6%	60.2%	24.0%	54.5%	59.6%
净利润增速	30.6%	74.9%	2.8%	46.2%	48.5%
偿债能力指标					
资产负债率	36%	33%	30%	28%	26%
现金比率	91%	137%	181%	221%	278%
流动比率	130%	191%	243%	284%	342%

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

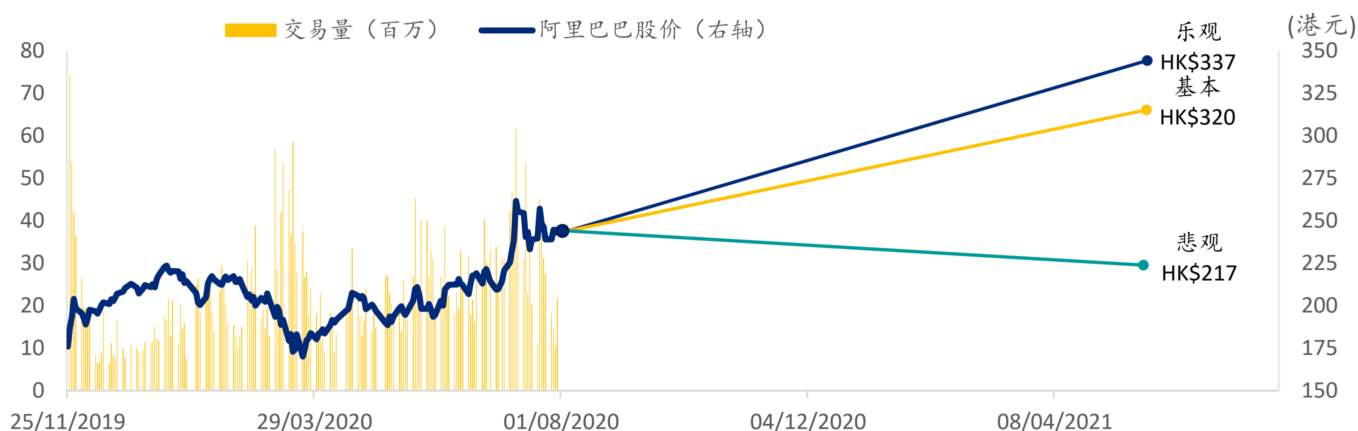
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 2：阿里巴巴市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

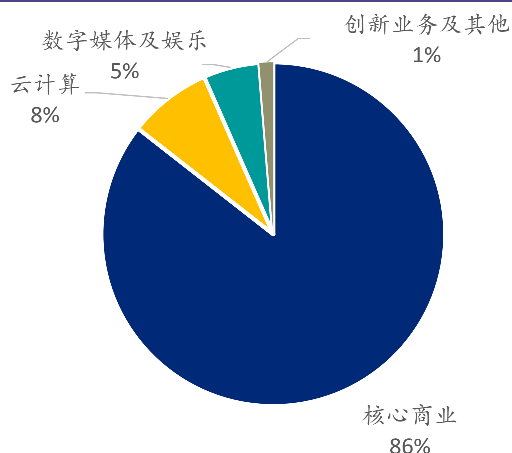
图表 3：阿里巴巴 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司盈利水平好于预期	悲观情景：公司盈利水平不及预期
目标价：337 港元	目标价：217 港元
• 若云计算在海外的扩张好于预期，且业务利润率能持续改善，我们给予云业务 1000 亿美元估值。	• 若电商业务竞争激烈，或拖累核心商业收入（增速低于 30%）及利润；资本市场环境变化或影响蚂蚁金服 IPO 估值。

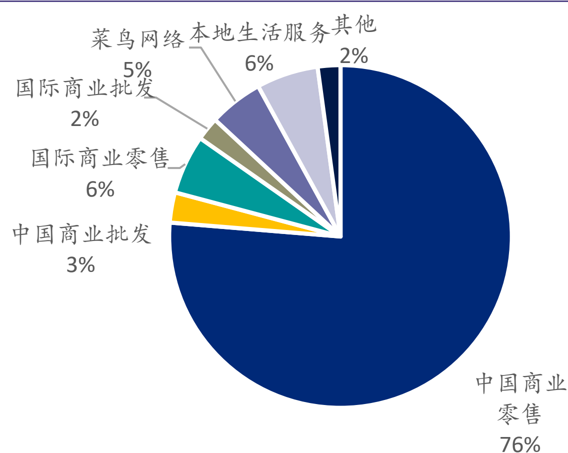
资料来源：浦银国际预测

图表 4：核心商业贡献公司 86%收入（FY2020）



资料来源：公司财报、浦银国际

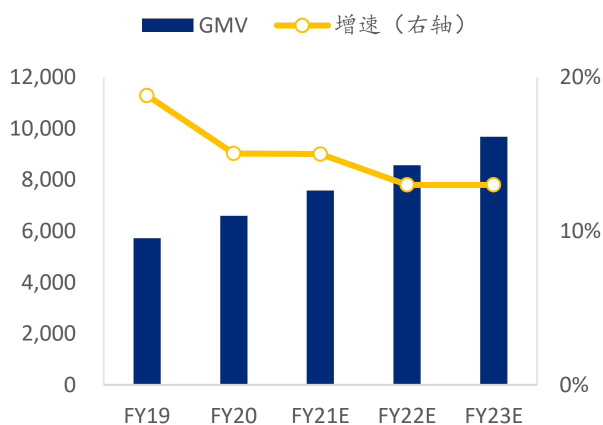
图表 5：核心商业下的细分业务占比（FY2020）



资料来源：公司财报，浦银国际

疫情进一步加速电商的渗透率，推动 GMV 增长。根据国家统计局数据，2019 年中国的社会消费品零售总额达到 41.2 万亿元，同比增长 8%。其中，全国网上零售额 10.6 万亿元，比上年增长 16.5%。实物商品网上零售额 8.5 万亿元，同比增长 19.5%，线上占比达到 20.7%，同比提升 2.3 个百分点。受疫情影响，今年 1-5 月份，社会消费品零售总额为 138730 亿元，同比名义下降 13.5%；而实物商品网上零售额 33739 亿元，逆势增长 11.5%，线上化进一步提升。

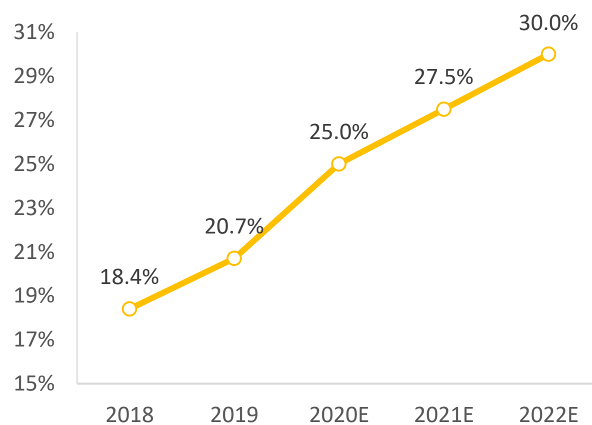
图表 6：阿里巴巴中国零售商业 GMV（十亿）



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 7：中国实物商品网上零售渗透率



E=浦银国际预测

资料来源：国家统计局、浦银国际

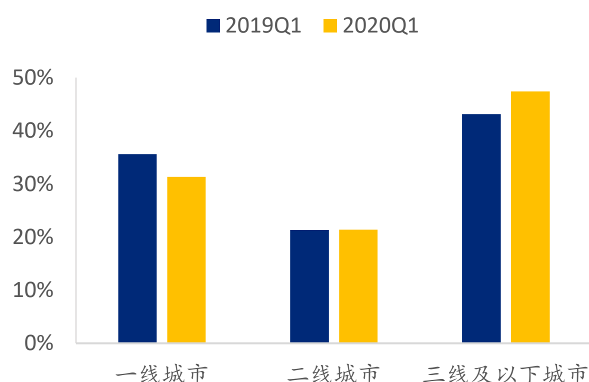
我们预计阿里巴巴电商 GMV 未来三年年均复合增长 13%，主要受益于电商渗透率持续提升，预计 2021 年我国实物商品线上渗透率有望达到 27.5%。主要由于：

- **下沉市场用户增量**

下沉市场成为电商行业的主要增量。在 GMV 增量上，三线及以下城市是网上零售额增长的主要驱动力。在网购用户增量上，预计未来主要新增用户来自于三线及以下城市。过去一年，阿里新增用户中 70%来自低线城市。

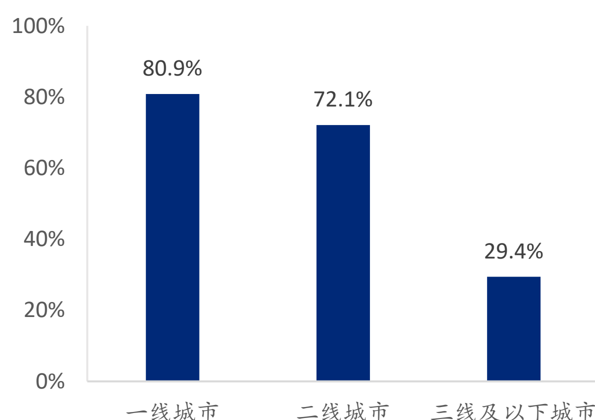
根据 CNNIC 和 Trustdata 数据统计，一二线城市网购渗透率分别为 81%和 72%，增速放缓，上升空间有限。三线及以下城市网购渗透率约为 30%，低于整体中国网购用户渗透率。根据 Mob 研究院的统计数据，下沉市场月活跃用户规模维持在 6.7 亿左右，占整个移动互联网超一半的用户份额。

图表 8：中国网购人群按城市占比



资料来源：艾瑞、浦银国际

图表 9：中国不同城市网购渗透率

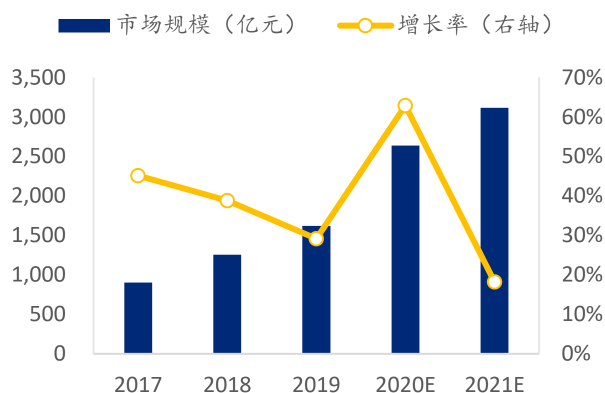


资料来源：CNNIC、TrustData、浦银国际

- **直播带货成为电商风口**

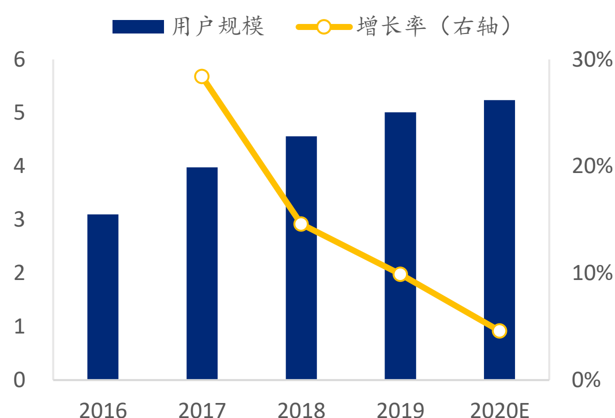
2019 年中国在线直播用户规模达 5.04 亿人，较 2018 年增长 10.6%，2020 年预计增至 5.26 亿人。艾媒预计 2020 年中国直播电商市场规模将会达到 9160 亿元，同比增长 120%。根据淘宝数据，2019 年，淘宝直播 GMV 突破 2000 亿元。2019 年双十一淘宝直播实现 GMV 近 200 亿元，占双十一总交易额的 7.5%。

图表 10: 中国直播电商市场规模



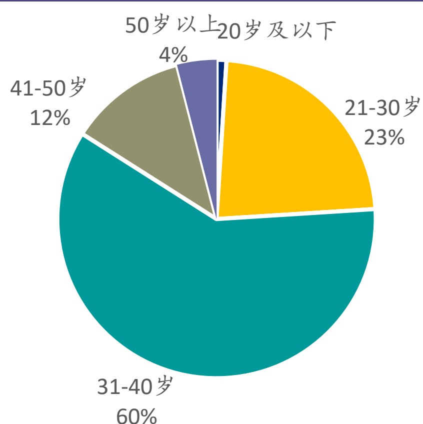
E=艾媒预测
资料来源：艾媒、浦银国际

图表 11: 中国直播电商用户规模（亿）



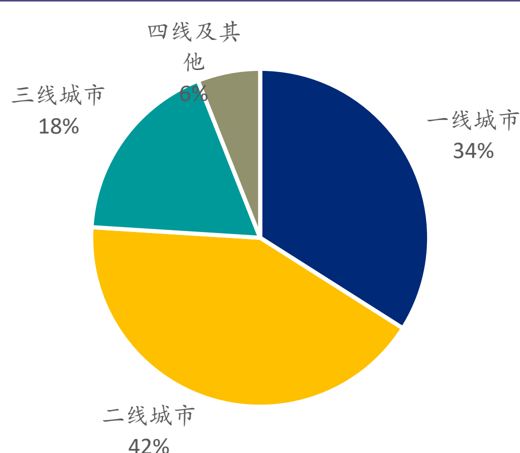
E=艾媒预测
资料来源：艾媒、浦银国际

图表 12: 2019 年中国直播电商购物用户年龄分布



资料来源：艾媒、浦银国际

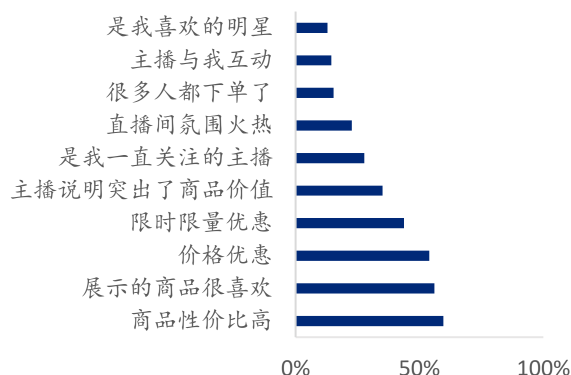
图表 13: 2019 年中国直播电商购物用户城市分布



资料来源：艾媒、浦银国际

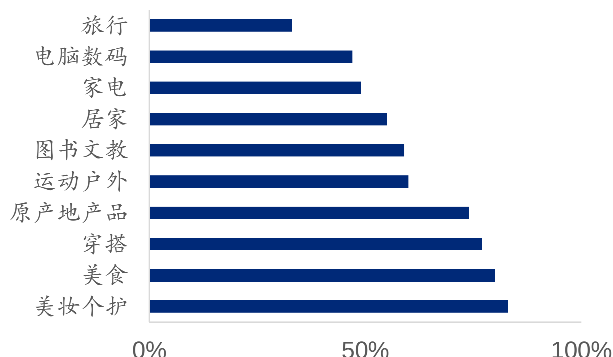
直播带货不同于传统的电视购物，主要在于，直播带货得益于网红经济受追捧，粉丝忠诚度高；直播带货，互动性强，更容易助推购物欲望。此外，商品的高性价比是影响购物的最主要因素。

图表 14：直播电商行业购物驱动因素（2020 年 3-4 月）



资料来源：艾媒、浦银国际

图表 15：直播电商各品类转化率



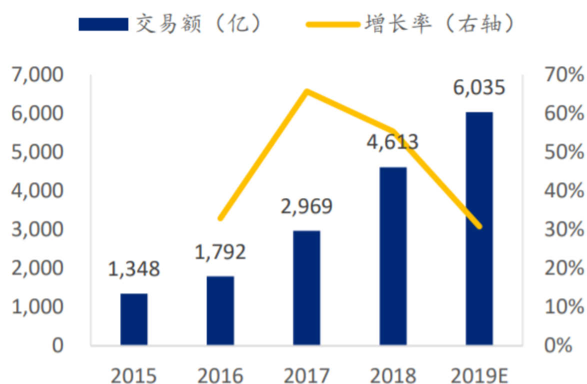
资料来源：DATA100、浦银国际

- **同城零售的兴起**

疫情加速了同城零售业务的快速崛起。同城零售主要包括商超百货、水果生鲜以及药物。同城零售和即时配送成为消费者离不开的生活场景，围绕“一小时生活圈”的线下新零售市场需求巨大。我国目前实物商品的线上渗透率约 25%，但绝大部分的消费仍是在线下场景完成。

随着我国外卖即时配送网络的逐渐完善，我们预计同城零售有望成电商行业新的增长点。中国外卖行业在过去几年经历了高速增长。2019 年市场规模达到 6035 亿元，同比增长 30.8%。除传统餐饮外，目前外卖即时配送服务已经延伸到超市、生鲜等更多生活场景，这使得外卖成为了全时段、跨品类的重要消费场景，加速了同城零售的发展。

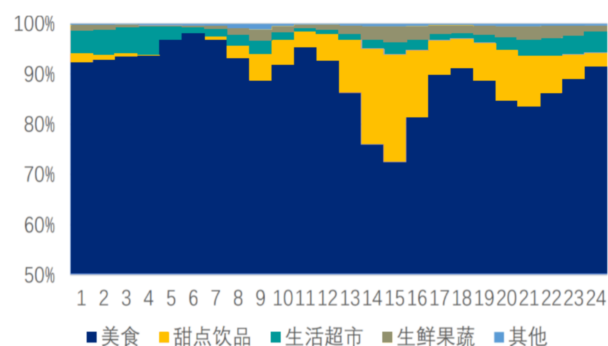
图表 16：中国外卖市场规模



E=易观智库预测

资料来源：易观智库、浦银国际

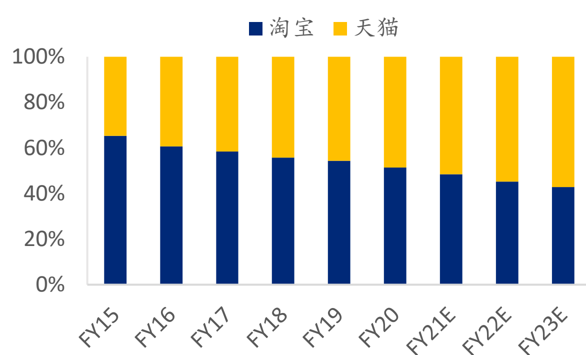
图表 17：我国外卖行业品类消费时段分布（3Q19）



资料来源：trustdata、浦银国际

阿里电商的整体变现率将持续改善。2020 财年，淘宝和天猫 GMV 占比为 51%和 49%。从 GMV 增速来看，天猫和淘宝分别为 23%和 9%。我们预计未来天猫 GMV 占比将继续上升。**由于天猫的整体变现率要高于淘宝，也将有助于淘系电商整体变现率的提升。**随着天猫 GMV 占比的提升，整体佣金率也会有所改善。主要收入包括客户管理收入、佣金收入和其他收入。其中，佣金仅针对天猫平台商家收取，客户管理费对淘宝和天猫平台的商家都会收取。佣金收入主要按天猫商家 GMV 的百分比收取，根据不同品类，0.3%-5%不等。客户管理收入包括营销服务，关键词和广告展示位竞价，以及其他营销推广活动。

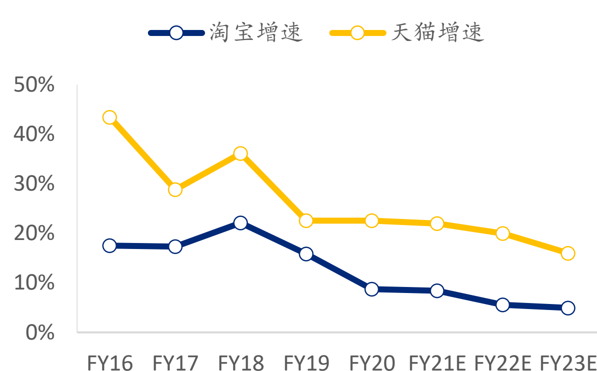
图表 18: 淘宝 vs 天猫 GMV 占比



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 19: 淘宝 vs 天猫收入增速对比

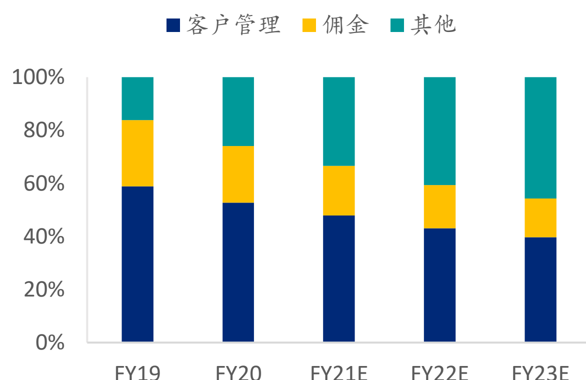


E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

2020 财年，客户管理贡献 53%的收入，佣金收入，占比 21%。客户管理变现率为 2.66%，去年同期为 2.54%，佣金变现率为 2.22%，去年同期为 2.37%。受益于信息流广告，客户管理的货币化率还会继续提升；佣金率或面临一定压力。

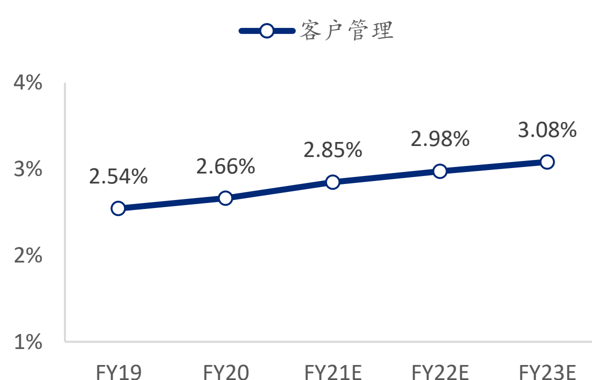
图表 20: 中国核心商业零售的盈利模式



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 21:客户管理货币化率持续提升



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

下沉市场阻击战，阿里电商龙头依然稳固

相比于京东，阿里巴巴最大的竞争压力来自于增势迅猛的拼多多，拼多多通过“农村包围城市”，用户量增长迅猛。拼多多的崛起，确实对阿里的淘系电商形成一定压力，但我们认为尚未触及淘系电商的核心用户和商品品类。阿里通过淘宝特价版和聚划算，有望加速在下沉市场的渗透。

1. 淘宝特价版对标拼多多，加快下沉市场渗透。

阿里巴巴采取多产品的组合挖掘更多的下沉市场用户。主攻 C2M（顾客对工厂）的淘宝特价版结合主打品牌的聚划算，加速对下沉市场的渗透，以应对拼多多对其市场份额的侵蚀。

淘宝特价版自 2020 年 3 月，以“极致低价”为特点正式上线，已有 120 万商家入驻，其中外贸商家超过 50 万家。以 C2M 模式，节约厂商与客户中间的流通成本和销售推广成本，为客户提供更低价和具性价比的产品。“超级工厂计划”，计划在未来三年帮助 1000 个产业带企业升级为产值过亿的超级工厂，为产业带企业创造 100 亿新订单，在全国范围内重点打造 10 个产值过百亿的数字化产业带集群。背靠阿里的淘宝特价版可利用其庞大的用户数据、云计算服务，结合阿里供应链和蚂蚁集团的金融服务，可有效提高工厂的经营效率和降低其经营成本，以其成本优势而吸引更多的客户。

图表 22: 淘宝特价版主页



资料来源：淘宝特价版 APP、浦银国际

图表 23: 淘宝特价版工厂直购节



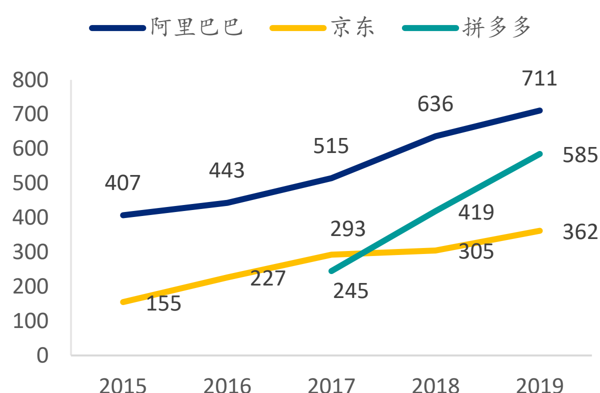
资料来源：淘宝特价版 APP、浦银国际

低线用户价格敏感，通过现金激励有望抢夺新用户。与拼多多“拼团享受低价”的模式不同，淘宝特价版缺少社交流量加持，淘宝特价版的用户增长需要依靠更为直接的现金激励。低线城市用户对价格更为敏感，用户粘性不高。根据 Questmobile 数据显示，淘宝特价版新增用户中 76%来自下沉市场，与拼多多用户重合度高。

2. 拼多多迅速崛起，阿里巴巴电商龙头地位依然稳固。

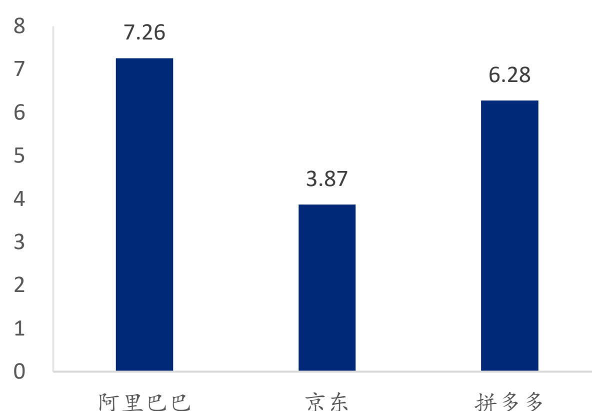
在用户数量方面，目前阿里巴巴的活跃用户为 7.26 亿，而拼多多用户已增长至 6.28 亿，和阿里巴巴的差距在逐渐缩小。但拼多多在收入和 GMV 方面和阿里巴巴仍有很大差距，分别为阿里电商的 1/10 和 1/6。

图表 24: 年度活跃买家数量（百万）



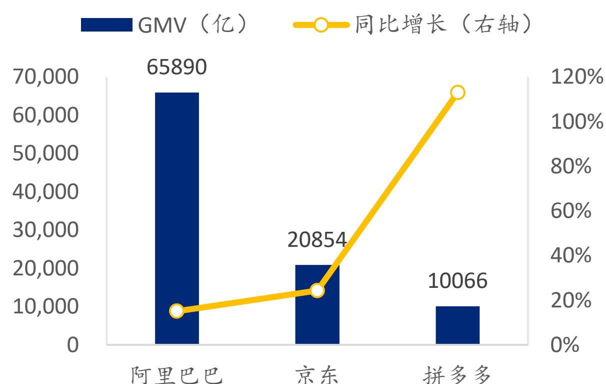
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 25: 2020 年 Q1 活跃用户数对比（亿）



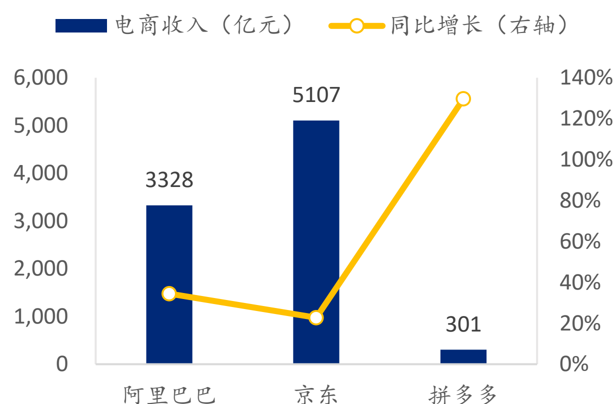
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 26: 2019 年 GMV 对比



注：阿里巴巴为 2020 财年数据
资料来源：公司财报、浦银国际

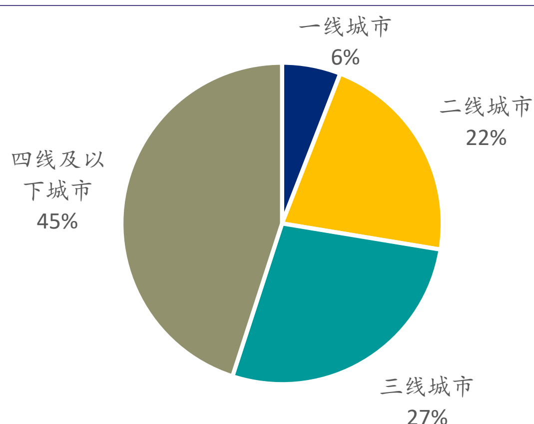
图表 27: 2019 年电商收入对比



注：阿里巴巴为 2020 财年数据
资料来源：公司财报、浦银国际

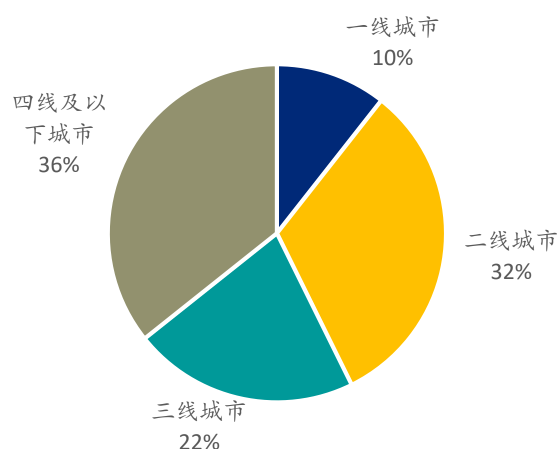
用户方面——拼多多以农村包围城市，三四线用户比例要高于阿里巴巴和京东。而对于阿里巴巴，年轻女性用户才是淘系电商最为核心的用户，而拼多多尚未触及。对于消费意愿最强的年轻女性买家中，拼多多的品牌定位还相对薄弱。早期的拼多多切中的是中低端市场用户，在高端市场的布局，相对缺失。拼多多通过百亿补贴，向一二级市场渗透。

图表 28: 拼多多 APP 用户城市分布(2019.10)



资料来源：个推大数据、浦银国际

图表 29: 淘宝 APP 用户城市分布(2019.10)



资料来源：个推大数据、浦银国际

从商品品类来看——天猫上的服饰+美妆，仍是主要 GMV 销售品类，而这两大品类的货币化率也相对较高。拼多多以标品为主，由于低客单价，变现率也较低。拼多多的补贴品类集中在 3C 产品、家电美妆、母婴百货等，SKU（商品种类）相对有限。

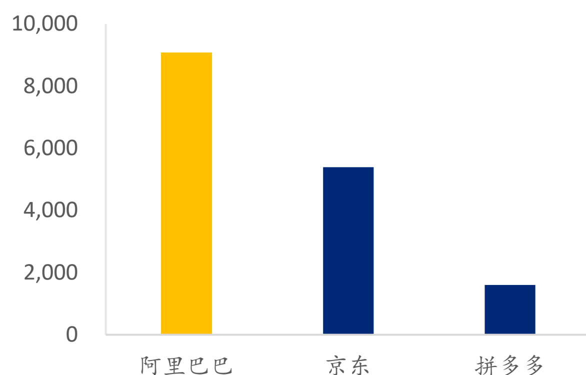
从价格方面——拼多多百亿补贴，虽然阿里巴巴和京东都有跟进，但考虑到自身 GMV 体量，拼多多针对单件商品的补贴力度更大，且由于销售品类侧重于高频消费日常用品，ARPU 要远低于阿里巴巴和京东。

图表 30: 拼多多补贴力度更大（6.18）

	iPhone 11 64GB	小米 10 8+128GB	华为 P40 6+128GB
天猫	4629	3799	4188
京东	4599	3799	4158
拼多多	4299	3599	3988
原价	5499	3999	4188

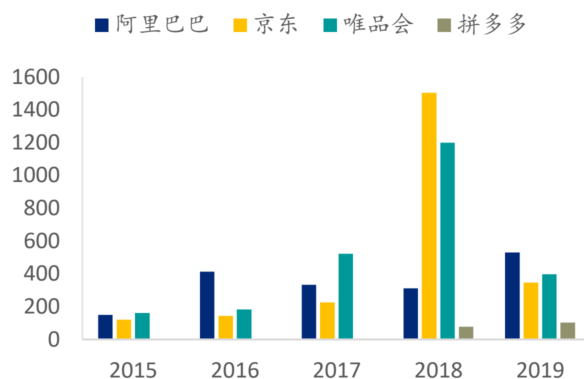
资料来源：公开资料、浦银国际

图表 31: 2019 年 ARPU 对比（元）



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 32: 各电商平台获客成本（元/人）



注：获客成本=销售费用/新增用户

资料来源：艾瑞、浦银国际

图表 33: 三大电商平台竞争优势对比

	客户端	物流端	流量端	产品端
阿里巴巴	综合类电商，满足不同需求消费者	“菜鸟”搭建起物流体系，履约能力；强大的 B 端支持，云计算，花呗，借呗等	淘宝+支付宝	SKU 丰富
拼多多	“高性价比”商品需求初期吸引低线城市用户，向一二线城市上攻	拼多多目前依赖于第三方物流，供应链控制能力相对偏弱	APP+微信 微信导流，通过社交电商，获客成本远低于竞争对手。	日常消费品
京东	自营模式占比高；高端品牌的认知度和信任度更强	自建物流，有供应链优势	APP+微信	3C 产品占比大

资料来源：浦银国际

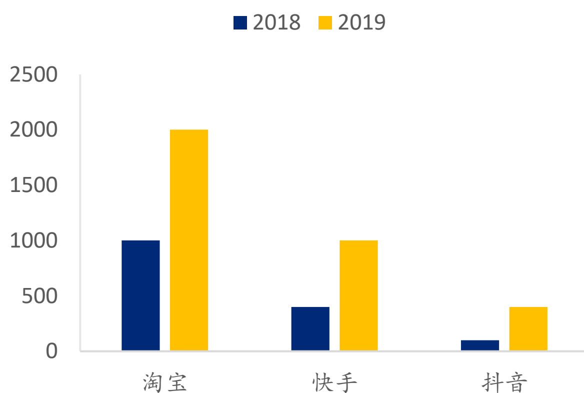
• 直播电商，合作大于竞争

直播电商天花板有限，且短视频平台与电商平台的关系，合作大于竞争，淘宝直播仍是直播风口的长期受益者。

1. 直播带货能力，淘宝直播仍然领先。

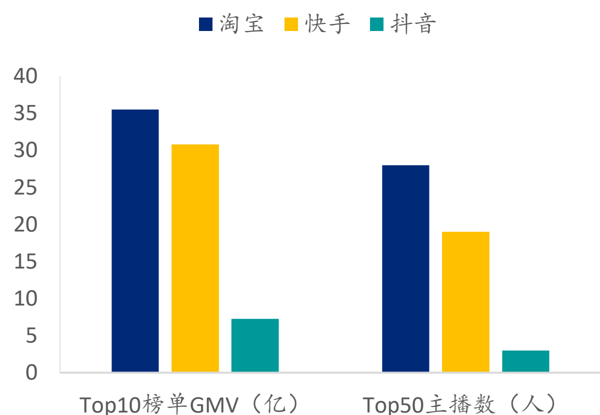
目前中国布局电商直播行业的平台主要分为两大类，一类是电商平台，如淘宝直播、蘑菇街；一类是内容平台，如抖音、快手等，通过接入第三方电商平台的运营模式。根据 Wemedia《直播电商主播 GMV6 月榜》显示，前 50 主播中，淘宝 28 个，快手 19 个，抖音 3 个。从交易额来看，淘宝榜总额达到 35.5 亿元，快手以总销售额 30.8 亿屈居第二，抖音直播销售额为 7.3 亿。

图表 34: 直播带货 GMV 对比（亿）



资料来源：公开资料整理，浦银国际预测

图表 35: Top50 头部主播及 GMV 对比（2020.06）



资料来源：Wemedia、浦银国际

随着直播带货风潮的自然冷却，市场份额会进一步向头部集中。淘宝直播与其他直播带货不同的是，除了典型的网红带货外，不光有头部主播，商家自己的直播也占到相当比例。淘宝直播里，商家自播场次占比超过 90%，GMV 占比 70%。目前，有将近半数的从事直播带货的 MCN 机构仍处于亏损，而委托带货的厂商又面临高坑位费，低价和高退货率等问题。随着监管政策的出台，以及直播带货风潮的自然冷却。我们认为，长尾网红逐渐退出市场，带货流量或逐步向头部 KOL 集中或厂商自营。

图表 36: 直播带货 Top 10（2020.06）

排名	播主名称	销售量（万件）	销售额（万元）
01	淘 薇娅viya	2384.91	274243.84
02	快 辛巴	1151.24	191408.89
03	淘 李佳琦Austin	1070.25	145835.04
04	淘 Timor小小疯	125.00	40673.89
05	淘 雪梨_Cherie	264.17	39679.59
06	快 初瑞雪	378.16	33029.90
07	快 张雨绮	100.53	29983.46
08	快 华少	40.52	27826.22
09	快 蛋蛋小盆友	213.73	26243.64
10	淘 刘涛刘一刀	66.24	22490.52

资料来源：艾媒、浦银国际

图表 37: 直播电商平台对比

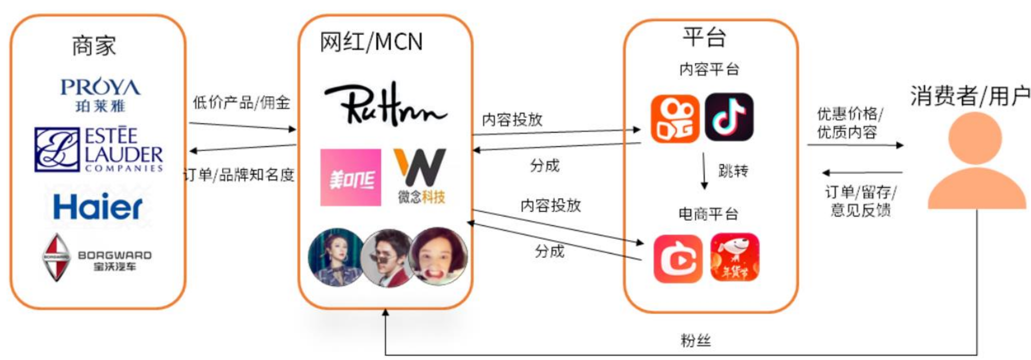
平台	淘宝直播	快手	抖音
平台属性	电商	社交+内容	社交+内容
电商载体	站内成交	淘宝、天猫、京东、拼多多、快手小店等	淘宝、天猫、京东、拼多多、抖音小店等
代表主播	薇娅、李佳琦	辛巴	罗永浩
带货模式	商家自播和达人导购模式	达人直播	短视频+直播
转化率	很高	较高	中等
客单价	低中高	中等	较低

资料来源：艾瑞、浦银国际

2. 短视频与电商，合作大于竞争

与电商平台相比，短视频平台的优势是流量，而阿里的优势在于选品的精准度、效率的转化、SKU 丰富度及供应链管理。目前，短视频平台直播带货，既有自营业务，同时也支持第三方电商平台。根据 Questmobile 从抖音流向淘宝的比例，由 2019 年 3 月的 23%上升至 2020 年 3 月的 35%。根据艾瑞数据统计，快手平台跳转第三方的 GMV 占比达到 55%，抖音跳转第三方的 GMV 占比 62.5%。 整体来看，短视频与电商的关系，仍是合作大于竞争。

图表 38: 直播电商产业链



资料来源：艾媒、浦银国际

图表 39: 各直播平台分佣模式

直播平台	供货平台	Step1：商家（假定佣金率20%）	Step2：电商平台抽成（电商平台）	Step3：内容平台抽成（内容平台）	Step4：MCN与主播抽成（MCN与主播）
淘宝	淘宝直播	80%	6.0%	0.0%	14.0%
快手（54.7%的交易需要跳转第三方）	快手→快手小店/魔筷星选	80%		5.0%	15.0%
	快手→淘宝	80%	7.4%	6.3%	6.3%
	快手→拼多多/有赞	80%	2.0%	9.0%	9.0%
抖音（62.5%的交易需要跳转第三方）	抖音→抖音小店	80%		5.0%	15.0%
	抖音→淘宝	80%	7.4%	0.0%	12.6%
	抖音→精选联盟（京东）	80%	2.0%	1.8%	16.2%

资料来源：艾瑞、浦银国际

• 同城零售：下一个风口

1. 同城零售，或成为阿里在在本地生活新的增长点。

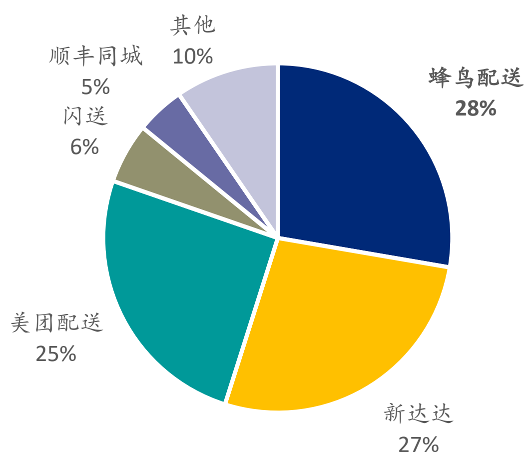
同城零售是阿里巴巴"新零售"战略的持续深入。我们看好阿里在同城零售的发力，多业务矩阵，覆盖生活品类和消费场景，有望实现在非餐饮外卖领域弯道超车。目前，阿里围绕"同城零售"，整合旗下资源，包括天猫淘宝、苏宁、银泰、盒马、大润发，还有阿里本地生活（饿了么、口碑）。

阿里巴巴扩大同城零售布局。2019 年，饿了么旗下的"蜂鸟"宣布独立品牌，升级为"蜂鸟即配"，对标美团推出的"美团配送"；2020 年，菜鸟网络收购即时物流平台点我达；饿了么全面升级为生活服务平台。今年 5 月，阿里巴巴宣布成立同城零售事业群，业务主要包括天猫超市、商超、饿了么等旗下新零售板块。近期淘宝官网也宣布在北上广深及成都、杭州、武汉等全国 16 城上线"小时达"服务。

在本地即时零售领域中，阿里巴巴主要面临来自美团和京东达达的竞争，各自约占四分之一的市场份额。相对于普通的即时配送业务，阿里同城零售的优势在于：

- **阿里的多矩阵协同。**除即时配送外，阿里旗下还拥有线上的天猫超市和阿里健康大药房，线下的盒马、银泰和大润发等商超。线上线下相结合的模式，有效扩大了其覆盖的服务场景以满足不同的用户需求。

图表 40: 2019Q3 中国即时配送平台订单量市场份额



资料来源：比达咨询、浦银国际

图表 41: 阿里巴巴本地生活服务场景



资料来源：公司公告、浦银国际

•

图表 42: 88VIP-购物权益



资料来源：公司官网、浦银国际

图表 43: 88VIP-跨平台通用

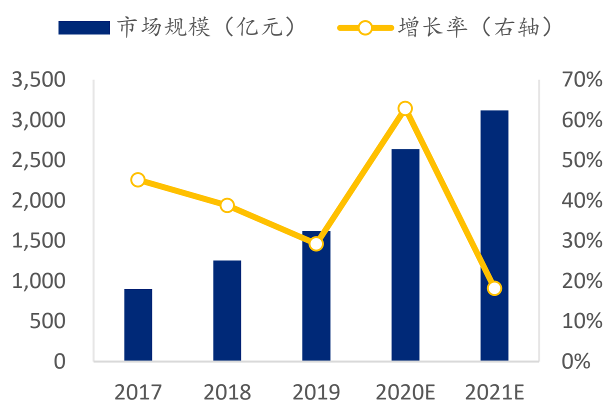


资料来源：公司官网，浦银国际

2. 生鲜电商，高频、刚需，有望成为外卖之后新的线下流量入口。

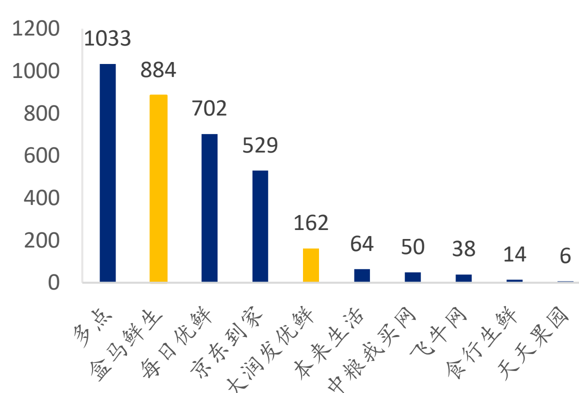
生鲜电商高速增长。生鲜电商是同城零售中重要细分。根据欧睿，我国整个生鲜市场交易规模，已超 5 万亿，但线上渗透率却不到 3%。目前生鲜电商经营的产品类目主要包括：肉类、水产、水果、蔬菜，四大类合计占比超过 90%。随着生鲜电商模式的发展成熟，预测到 2021 年，我国生鲜电商市场的交易规模有望突破 3000 亿元。

图表 44: 中国生鲜电商市场（2017-2021E）



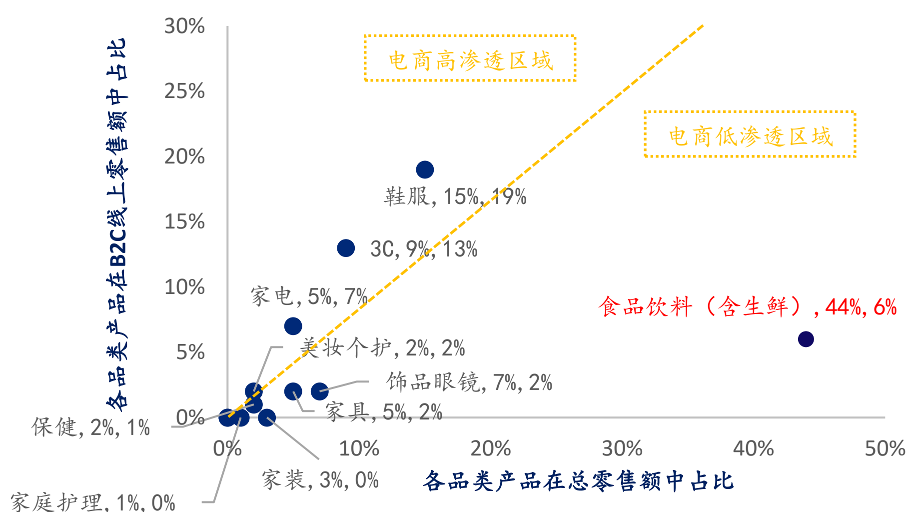
E=易观国际
资料来源：易观国际、浦银国际

图表 45: 2020 年 4 月生鲜电商平台月活数（万）



资料来源：Trustdata、浦银国际

图表 46:各品类产品线上渗透率



资料来源：前瞻研究院、浦银国际

阿里巴巴或成为生鲜电商最大受益者。生鲜电商是零售巨头的游戏。根据网经社电子商务研究中心，在 4000 多家生鲜电商入局者中，盈亏持平占 4%，亏损达 88%，巨额亏损占 7%，仅 1%实现盈利。因此生鲜电商市场基本上是几大电商巨头的游戏，主要由于生鲜电商前期依靠烧钱培育市场和搭建冷链物流体系，新玩家难以维持。而阿里巴巴通过天猫超市，盒马鲜生和饿了么，多维度打造生鲜电商壁垒，或成为最大收益者。

图表 47:电商巨头把持生鲜电商行业



资料来源：前瞻研究院、浦银国际

科技赋能，企业服务或迎来爆发

互联网进入下半场，逐渐由消费互联网向产业互联网过渡。根据 CNNIC 统计，截至 2020 年 3 月，我国网民数量超过 9 亿，互联网渗透率达到 65%。随着互联网人口红利逐渐减弱，互联网企业逐渐从服务 C 端向赋能 B 端转移。与美国互联网公司相比，中国互联网公司市值靠前的公司多集中于 To C 企业，To B 企业占比较少。随着企业服务时代的到来，To B 企业或 To B 业务的价值将会被重估。

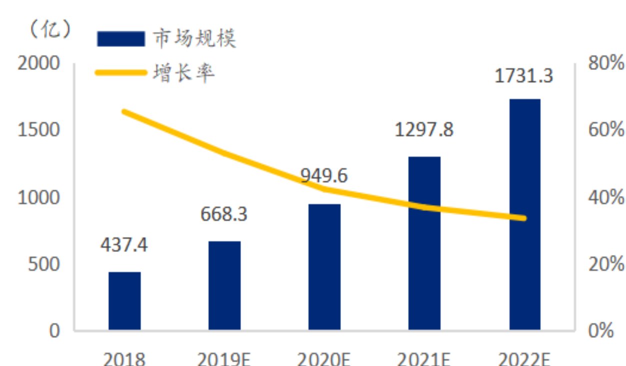
阿里巴巴积极布局云计算、金融科技、智慧物流等领域，依靠技术引擎，为产业互联网构建基础设施。阿里云，位居亚太市场第一，未来市场空间广阔；蚂蚁金服，打造金融科技超级独角兽，大数据优势逐渐凸显；菜鸟网络，深耕智慧物流赛道，同城+下乡+出海，驱动未来增长。

• 阿里云，受益于数字经济升级，未来盈利可期

阿里云创立于 2009 年，为阿里巴巴数字经济体及外部机构提供一整套云服务，包括弹性计算、数据库、存储、网络虚拟化服务、大规模计算、安全、管理和应用服务、大数据分析及物联网服务。目前，阿里云在全球 20 个地理区域内运营着 61 个可用区，覆盖 6 大洲，70 多个国家，2800+的 CDN 节点。阿里云已拥有超过 100 万的付费用户。

我国公有云市场保持高速增长。根据中国信通院数据，2020 年我国公有云市场规模有望达到 950 亿，同比增长 42%。由于我国云计算起步较晚，目前云市场仍以 IaaS 为主，占 62%。其次为 SaaS，占 33%；PaaS 占比仅为 5%。而美国云计算市场发展相对成熟，SaaS 是云市场中的最主要的组成部分。

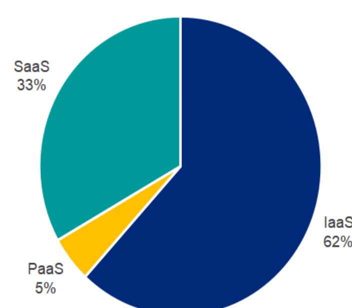
图表 48: 中国公有云市场规模



E=中国信通院预测

资料来源：中国信通院、浦银国际

图表 49: 中国公有云结构

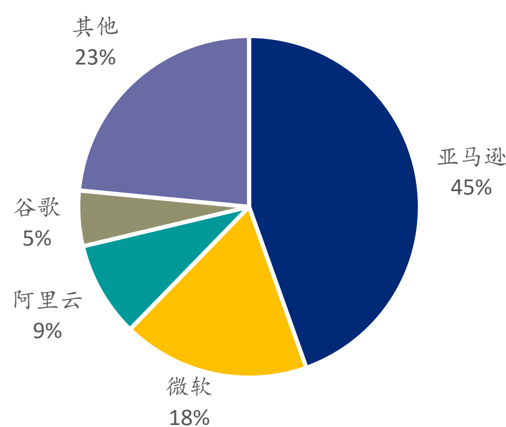


资料来源：中国信通院、浦银国际

阿里云是世界第三大、亚太地区最大的 IaaS 服务提供商。根据 Gartner 数据，阿里云在全球公有云市占率为 9%，位居第三，落后于亚马逊的 44.6%和微软的 17.7%。从营收增速来看，2019 年阿里云营收 52 亿美元，同比增长 64%，在不断缩小差距。同期，亚马逊 AWS 营收 346 亿美元，同比增长 36%；微软 Azure 收入为 180 亿美元，同比增长 64%。

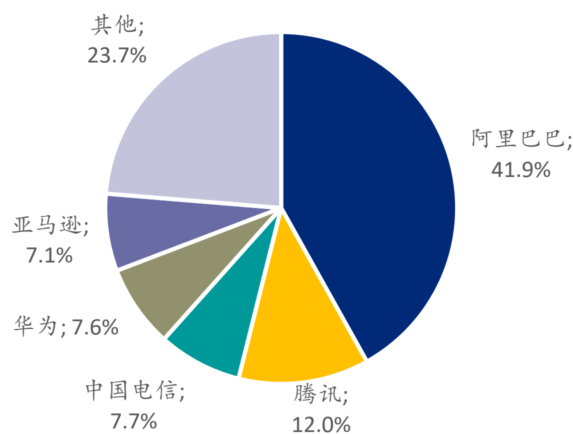
根据信通院公布的数据，阿里云在国内公有云市场份额占据 41.9%，位居第一，其次为腾讯云 12.0%；中国电信（天翼云）第三，占据 7.7%。

图表 50: 阿里云在全球公有云市场份额（2019）



资料来源：Gartner、浦银国际

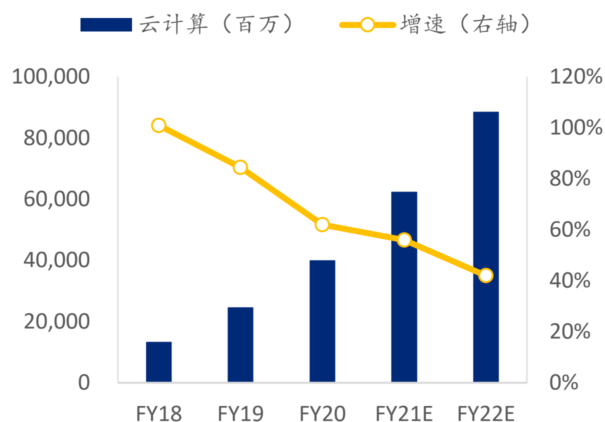
图表 51: 中国公有云市场份额（2019H2）



资料来源：中国信通院、浦银国际

受益于对云计算的巨大需求，阿里云业务增长迅速。过去三年年均复合增长超过 100%，虽然 2020 财年，增速有所放缓，仍有 62%的增速。我们认为上云的长期趋势并未改变，云计算行业在未来几年仍将保持高速增长。而阿里云作为行业龙头，或将抢占更多市场份额。我国云计算仍处于发展早期，云行业基本处于亏损状态，阿里云也不例外。但随着付费用户增多，阿里云的亏损率在逐年改善，2020 财年调整后 EBITA 率已收窄至-4%。我们预计阿里云仍将保持高速增长，未来三年年均复合增长 42%，主要由于：

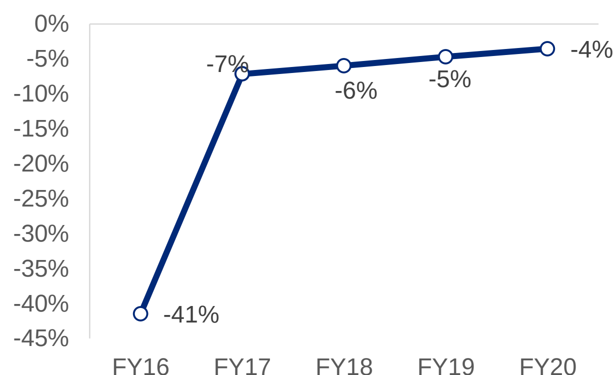
图表 52: 阿里云收入规模



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

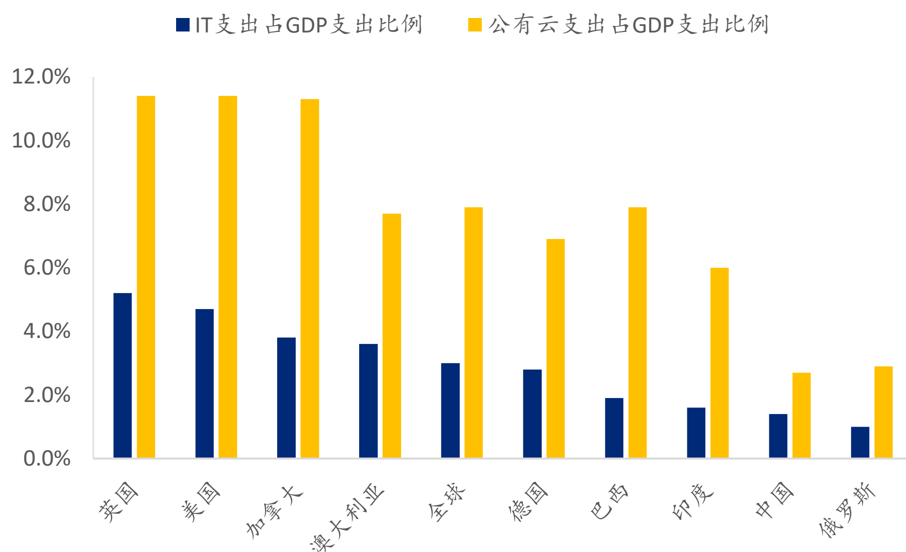
图表 53: 阿里云调整后 EBITA 率



资料来源：公司财报、浦银国际

- **数字经济的强劲发展为云市场扩大创造巨大需求。**根据 Canalys 的数据，2019 年，中国云基础设施支出增长了 63.7%，达到 107 亿美元。中国的云计算市场已经是世界第二大市场，但仅是世界最大云计算市场美国的十分之一。云计算仅占国家 IT 支出的 2.7%，而 IT 支出仅占 GDP 的 1.4%。相比之下，美国的云计算占 IT 支出的 11.4%，IT 支出占 GDP 的 4.7%。相对于美国，中国云计算市场仍有很大增长空间。

图表 54:全球主要国家 IT 支出对比



资料来源：Wind、浦银国际

政策利好行业发展。“新基建”主要包括信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施三方面内容。其中，云计算是信息基础设施的重要组成部分，各类云服务需求纷纷涌现，私有云、共有云、混合云等云服务也将在交通、物流、制药、金融等多个领域加快落地。

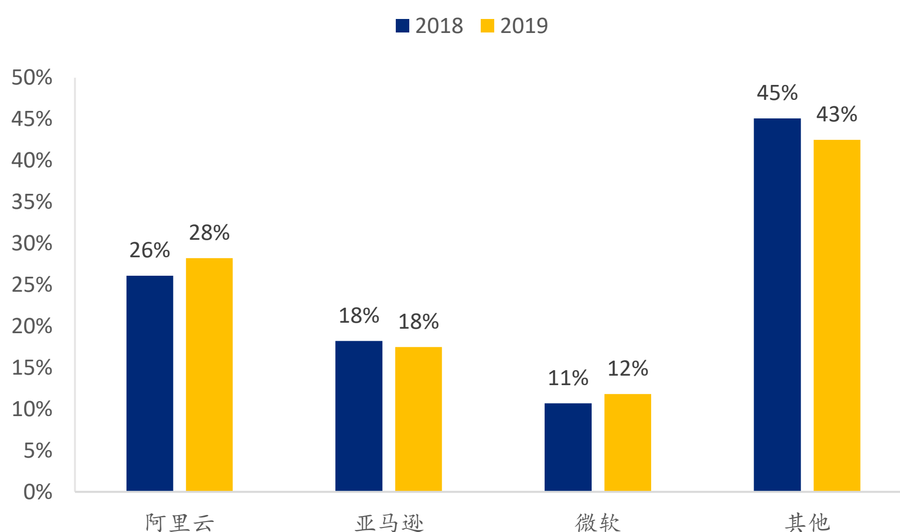
疫情加速了传统企业的上云进程。新冠疫情刺激下，数字经济、远程办公应用火爆以及企业自身 IT 基础设施建设的急迫，云计算市场需求或被进一步引爆。企业可能会加速云计划，以促进远程工作和远程交互。

5G 流量爆发，加速云计算升级。随着 5G 时代的到来，全球的数据量将迎来又一次的爆发式增长，也为云储存创造了极大的市场需求。此外，5G 的普及，将促进云游戏，VR/AR/高清视频，无人驾驶，智能制造等行业的升级，而这些行业背后也需要云计算的强力支持。

- **云计算出海是未来增长点。**Gartner 统计，2019 年，全球云计算 IaaS 市场同比增长 37%，而亚太市场增长更快，同比增长 50%。IDC 预测，由于中小企业对云计算的需求增加，到 2025 年，东南亚的云计算市场规模将超过 400 亿美元。Garnter 数据显示阿里云在亚太市场中位居第一，市场份额由 26%上升至 28%。

由于受数据保护等原因，阿里云在美国市场扩张面临很大挑战，所以将业务重心布置在亚太地区。近日，阿里云宣布，2020 年将再度扩建印尼数据中心，并在菲律宾成立生态联盟，加速进军菲律宾市场。

图表 55:亚太云计算市场份额



资料来源：Gartner、浦银国际

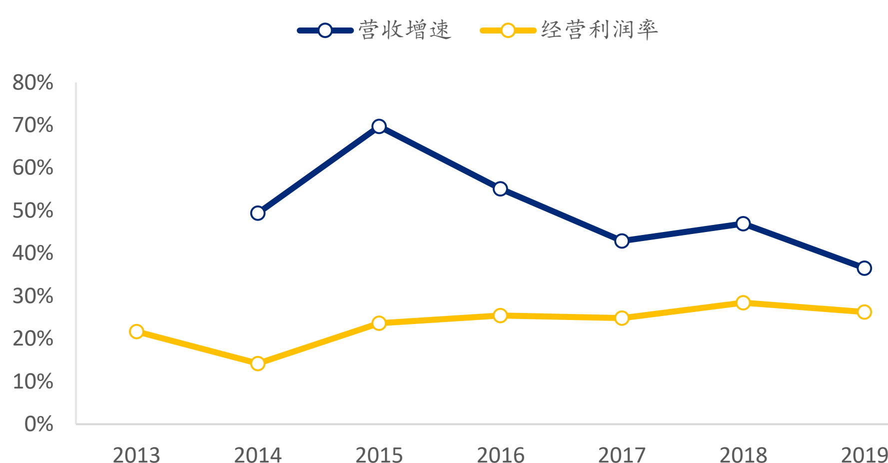
- **云计算，赢者通吃。**云计算是重资产行业，前期需要投资建设大量 IDC。To B 产品一旦形成规模，后期巨大的迁移成本是最大的护城河，云计算先发优势明显。今年 4 月，阿里云宣布未来 3 年将投入 2000 亿元，用于云操作系统、服务器、芯片、网络等重大核心技术研发攻坚和面向未来的数据中心建设，阿里云的数据中心和服务器规模将再翻 3 倍。

  云计算行业的生态丰富度将会伴随企业用户的增加而快速提升，每一个新进的参与者都能对这种进化有所贡献；一旦积累用户数量足够多，就能通过正面反馈形成技术优势。

  此外，阿里巴巴完善的生态系统也将成为相对于同业的优势。云计算发展到后期，增值服务便成为促使差异化的重要举措。产品和业务的融合将是未来的趋势，阿里巴巴在电商、物流、金融等领域的行业经验，有望带来更加多元的合作模式。

- **云计算长期利润可期。**阿里云目前仍未盈利，但长期利润率可参考 AWS（Amazon Web Service）。AWS 在连续亏损多年后，目前营收保持在 35%以上的增速，经营利润率可达到 25-30%，主要得益于强劲的市场需求。利润率的提升主要得益于规模经济：单个服务器购买成本随采购数量增加而下降，且后期维护成本较低，主要是机器的折旧成本。此外，**阿里云目前以 IaaS 为主，但公司表示未来会考虑向下游延伸，由于 SaaS 的利润率要高于 IaaS，也将有利于改善利润率。**

图表 56: AWS 营收增速和经营利润率



资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 蚂蚁金服，打造金融科技超级独角兽

蚂蚁金服近日宣布将在 A 股和港股同步上市，将进一步释放其金融科技业务价值。蚂蚁金服，起步于 2004 年成立的支付宝，于 2014 年 10 月正式成立。阿里巴巴持有蚂蚁金服 33%的股权。截至 2020 年 3 月 31 日，蚂蚁集团及其全球 9 个本地数字钱包合作伙伴所服务的活跃用户数已达 13 亿。

蚂蚁金服已获得银行、保险、信贷、财产管理、征信等各领域的金融牌照。蚂蚁金服旗下有支付宝、余额宝、招财宝、蚂蚁聚宝、网商银行、蚂蚁花呗、芝麻信用等子业务板块。根据蚂蚁金服数据，截至 2019 年 6 月底，中国每 10 个支付宝用户就有 8 个使用了蚂蚁金服至少三种服务，4 个使用五种服务，包括支付、财富管理、小微信贷、保险和信用服务。蚂蚁集团旗下各个业务，相互协同发展。

图表 57: 蚂蚁科技集团主要子公司

公司名称	简称/产品	持股比例	类型
浙江网商银行股份有限公司	网商银行	30%	民营银行
支付宝（中国）网络技术有限公司	支付宝	100%	支付
天弘基金管理有限公司	余额宝	51%	基金
国泰财产保险有限责任公司	国泰产险	51%	保险
众安在线财产保险股份有限公司	众安保险	19.9%	
信美人寿相互保险社	信美互助	34.5%	
重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司	花呗	100%	网络小贷
重庆市蚂蚁商诚小额贷款有限公司	借呗	100%	
蚂蚁（杭州）基金销售公司	帮你投	68.83%	基金销售
浙江互联网金融资产交易中心股份有限公司	网金社	22.06%	金交所
天津金融资产交易所有限责任公司	天金所	19.72%	
商融（上海）商业保理有限公司	商融保理	100%	商业保理
商诚融资担保有限公司	商诚融担	100%	担保
蚂蚁保保险代理有限公司	蚂蚁保	100%	保险代理
芝麻信用管理有限公司	芝麻信用	100%	个人征信

资料来源：天眼查、浦银国际

1. 金融科技还存在巨大增长空间，相对于传统金融机构，蚂蚁金服拥有诸多无法比拟的优势

- **关注长尾用户。**互联网金融具有低门槛、流程简洁、高效等优势，蚂蚁金服服务对象为数量众多的小微客户。由于这些小微客户没有资产抵押、难以获得商业银行贷款。蚂蚁金服基于大数据分析，能够简化放贷流程。

- **应用场景更加多元化。**支付宝已发展成为综合性的数字生活服务平台，功能涵盖**便民生活**（充值、信用卡还款、生活缴费、车主服务等）、**财富管理**（余额宝、花呗、借呗、蚂蚁保险、网商贷等）、**资金往来**（转账、红包、收款等）、**第三方服务**（滴滴出行、饿了么、淘宝、高德地图、盒马、优酷视频等），场景类布局逐渐丰富。此外，支付宝小程序提供各种各样的第三方服务，蚂蚁金服的丰富场景覆盖是传统金融机构所难以实现的。

图表 58: 蚂蚁集团



资料来源：公司财报、浦银国际

- **技术赋能将成为蚂蚁金服未来发力的方向。**在国家金融科技监管趋严的大背景下，互联网企业在金融领域的拓展受到约束，蚂蚁金服今后的发展方向将是弱化金融属性，强化技术服务属性，突出科技服务在自身业务的比重。

  蚂蚁集团通过为服务业提供包括 AI、区块链和风控能力等科技解决方案以获取技术服务费。蚂蚁金服表示，五年内，技术服务费占蚂蚁集团总收入的比例将从 2019 年的 50%左右上升到超过 80%。此外，从 2014 年起，蚂蚁金服就陆续战略投资恒生电子、Paytm、朝阳永续、润和软件、伟达金科等金融科技企业，布局金融基础设施，聚焦金融专业平台建设。

- **充分挖掘大数据价值。**蚂蚁金服的优势在于拥有数量庞大且不同维度的用户数据，以及在此基础上的大数据分析能力。蚂蚁金服拥有实名身份信息、通讯信息、历史所有交易的交易数据、信用卡信息等等。芝麻信用，是个人征信领域最有力的竞争者，为大数据风控提供有力支持，并且已经在信用卡、消费金融、酒店、出行、公共事业服务等上百个场景为用户、商户提供信用服务。蚂蚁金服未来重点布局继续向大数据风控、生物智能识别、机器人智能客服等方面延伸。

2. 蚂蚁金服营收模式拆解

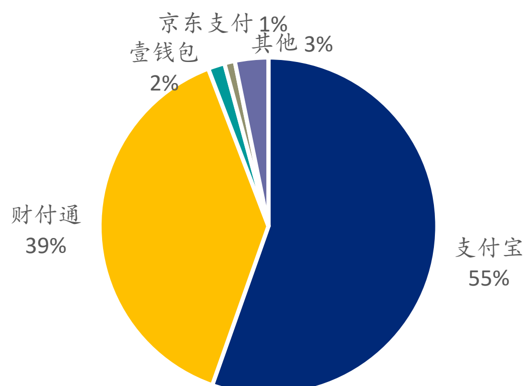
支付是蚂蚁金服的流量来源，是所有金融与科技业务的基石。目前，支付市场格局相对稳定，支付宝和财付通双寡头垄断，都开始通过转账收费、信用卡收费变现。目前，支付宝国内支付面向 B 端商户收费率约为 6‰，面向 C 端大部分不收费，而信用卡、提现费率约为 1‰。根据艾瑞统计，2016Q1-2019Q1，我国线上电商支付的交易规模，增长了 105%，而线下扫码支付的交易规模增长近 90 倍。根据易观国际数据，2020 年一季度，支付宝在移动支付的市场份额为 55%，位居第一，腾讯金融以 39%，排名第二。

图表 59: MAU 排名

排名	APP	类别	MAU(万)
1	微信	社交	109,563
2	支付宝	金融	68,344
3	QQ	社交	56,986
4	淘宝	电商	46,372
5	抖音	短视频	35,588

资料来源：Trustdata 2019.06、浦银国际

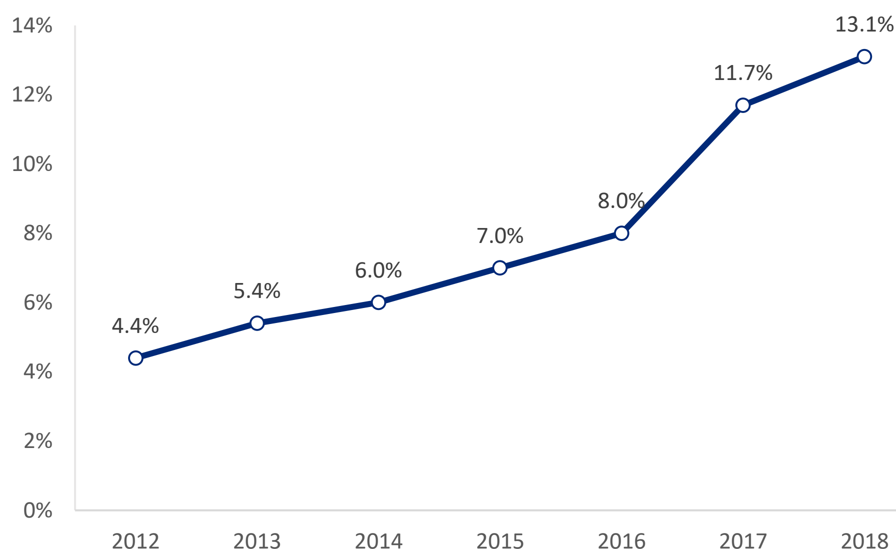
图表 60:支付宝市场份额（2020Q1）



资料来源：易观国际、浦银国际

消费金融为蚂蚁金服最大的利润来源。花呗与借呗自 2014 年上线，一直是蚂蚁金服最主要的利润来源。目前，花呗、借呗、网商贷合作的外部银行超过 100 家。根据尼尔森报告，消费类贷款是年轻人占比最高的信贷类型，其中，互联网分期消费占月收入的 16.9%，信用卡占 13.7%。而年轻人消费贷款主要用于提升生活品质与满足休闲娱乐，也体现出消费升级对消费贷款的需求刺激。根据百度金融数据，我国消费信贷/GDP 比率由 2012 年的 4.4%提升至 2018 年的 13.1%。

图表 61: 我国消费信贷占 GDP 比重逐年提升（%）

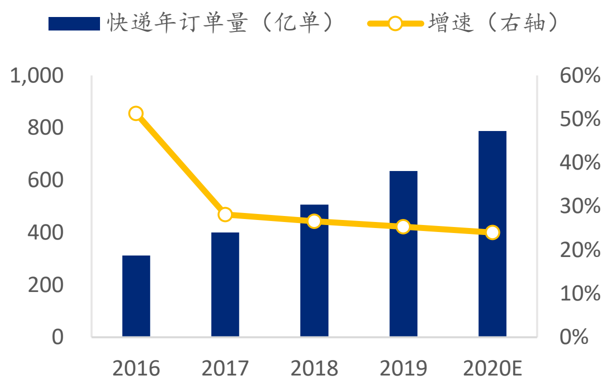


资料来源：度小满金融、浦银国际

• 菜鸟网络，智慧物流未来空间广阔

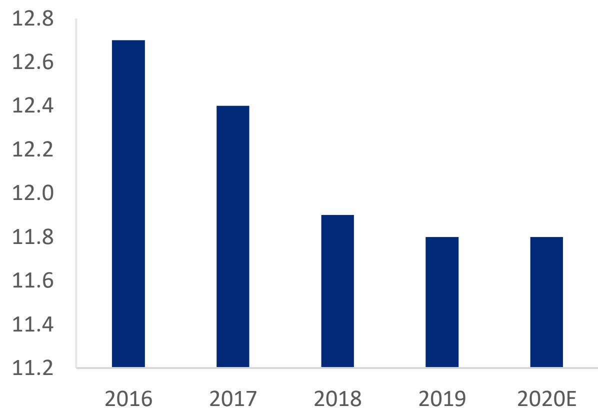
菜鸟网络，为核心电商业务保驾护航。菜鸟网络，专注于提供智慧供应链服务，目标是与物流合作伙伴一道，加快实现“全国 24 小时，全球 72 小时必达”的物流网络。菜鸟网络的 2020 财年营收 222 亿，同比增长 49.4%，也是核心商业中增速最快的业务，菜鸟包裹的处理量约占中国快递总量的 50%。**我们认为中国电商行业的快速发展将为智慧物流创造巨大市场需求，我们预测菜鸟网络收入未来三年年均复合增长 32%。**

图表 62: 中国快递年订单量



E=艾瑞预测
资料来源：艾瑞、浦银国际

图表 63: 中国快递平均价格（元）



E=艾瑞预测
资料来源：艾瑞、浦银国际

图表 64: 菜鸟网络主要产业及业务

消费者端	商家端	快递端
菜鸟裹裹 菜鸟驿站	电子面单、橙诺达、货到付款、物流管家、发货平台	菜鸟天地 路由分单 快递指数

资料来源：公开信息、浦银国际整理

菜鸟网络极大提高了物流配送效率。菜鸟通过完成对电子面单和地址库等行业信息化标准，建立并完善仓储、驿站和自提柜等硬件，路由分单、大数据调度等系统，用户收、发件 APP 等入口，实现了快递物流全链条的建设。电子面单的普及极大地提高了快递自动化；按照四、五级地址库进行路线规划，可以规划出更好的配送方案，节约成本。

阿里在“四通一达”持续投资，继续加大协同效应。阿里先后入股“四通一达”，包括百世汇通，中通，圆通，申通和韵达。菜鸟全面嵌入阿里的电商流程。菜鸟制定标准，提供技术支持，而快递公司在运输、中转、派送的基础环节中去执行物流配送，双方是分工合作而非竞争关系。

2019 年，菜鸟曾提出“一横两纵”战略：“一横”是指推动全行业数字化升级，“两纵”是指推动新零售供应链和全球化供应链数字化升级。同时，菜鸟提出未来三年的数字化目标：一，将和快递行业一起每年为超过 10 亿人次提供全新寄件服务；二，菜鸟驿站方面，将和快递行业共建 10 万个社区级站点；三，菜鸟 IoT 技术方面，将和快递行业共同连接智能物流终端 1 亿个。

中国电商业务的快速发展为菜鸟业务提供了保障。根据艾瑞预计，2020 年我国快递年订单量将达到 788 亿单，同比增长 24%。我们预计未来三年中国电商业务仍将保持 20%的年均复合增长率，也将为菜鸟带来更大需求。我国的智慧物流才刚刚起步，未来仍有很大发展空间。

而菜鸟网络，作为中国智慧物流的领军企业，也将受益于跨境电商、即时配送和农村快递三大趋势。

- **跨境电商的快速发展，或推动发力海外市场。**随着跨境电商的快速发展，全球物流体系有待进一步整合。通过物流体系的渗透，也将有助于往阿里在海外电商行业的进一步渗透。

- **“懒人经济”促进即时配送物流市场的发展。**中国即时配送市场用户规模不断扩大，即时物流配送成为近年来我国物流行业增速较快的细分领域。据艾瑞咨询数据显示，过去五年间，国内即时送的年均复合增速达 74%。未来，随着零售业变革的不断深化，即时物流配送平台必然会从同城、小件、外卖领域切入，逐步拓展到生鲜、商超配送领域，甚至更为广泛的快递末端领域。随着同城零售进入行业混战，同城物流、即时送作为同城零售供应链中的重要一环，也将迎来新一轮加码。

- **“农村电商”加速下沉市场物流建设。**两会政府工作报告中指出，电商网购、在线服务等新业态在抗疫中发挥了重要作用，要继续出台支持政策，全面推进“互联网+”，支持电商、快递进农村，拓展农村消费。目前，乡村物流网络的布局更多是在乡镇一级，村级网络相对薄弱。保障“网货下乡”和“农货进城”双向顺畅流动，也是菜鸟未来必须重点发力方向。

● 产业互联网布局，支撑未来长期增长

阿里巴巴在产业互联网的布局，不限于云计算、科技金融和智慧物流。阿里巴巴看准企业服务赛道，通过科技引擎，B 端赋能，助力数字产业升级。阿里巴巴十分重视的基础科学的研究，成立达摩院，布局 AI、芯片、量子计算、区块链、IoT 等技术领域的研究，为业务发展提供技术支持。

芯片领域——阿里巴巴成立“平头哥”半导体公司，先后发布“玄铁”、“无剑”和含光 800 AI 芯片，为企业提供普惠算力。在人工智能和芯片领域，阿里巴巴先后投资了商汤科技、旷视科技、深鉴科技、寒武纪和中天微等国内知名企业。**中美关系日趋紧张，国产半导体行业具备巨大的发展潜力。**

智慧办公&在线教育——疫情期间，复工需求加速了远程办公的渗透率，阿里钉钉下载量急速上升，位于远程办公下载榜第一。除了面向企业客户，钉钉在教育领域也开辟了全新赛道，根据阿里钉钉数据，中国约有 14 万所学校，300 万个班级，1.3 亿学生通过钉钉线上复课。此外，联合国教科文组织也首推阿里钉钉作为视频会议、教学直播和团队协同通讯平台。“云钉一体”不仅是“云+办公软件”的概念，而是一种“云+新型操作系统”的新模式。此前，Facebook、Twitter 此前宣布在条件允许的条件下，员工可以选择“永远”在家办公。**远程办公或成为未来趋势，逐步常态化。**

物联网——根据 IDC 数据，中国智能音箱市场在 2019 年经历了爆发式增长，其中天猫精灵以 1561 万台的出货量稳居中国市场第一，同比增长 87.9%。目前，天猫精灵已经接入了超过 800+多家 IoT 平台，覆盖超过 80 个品类，1100 多个品牌，支持 4900 多型号，2.72 亿可连接设备。阿里宣布今年将在天猫精灵的内容和服务生态上再投入 100 亿元，进一步扩大生态圈。天猫精灵将全面接入阿里经济体包括文娱、健康、教育、购物等内容服务领域；阿里将针对 AIoT 生态圈进行升级，打造百款千万级妙物智能设备；天猫精灵还将与支付宝小程序打通，今年 7 月将会 170 万+支付宝小程序进入天猫精灵设备。**背靠阿里体系，天猫精灵生态将日益完善。**

图表 65: 阿里巴巴 To B 部分投资

时间	融资企业	行业
2019-11-15	美年大健康	保健护理服务
2019-08-01	申通快递	航空货运与物流
2019-05-27	千方科技	信息科技咨询与其它服务
2018-09-06	弘量研究	信息科技咨询与其它服务
2018-08-09	同城票据网	其他多元金融服务
2018-06-20	寒武纪	半导体产品
2018-05-01	工业富联	电子制造服务
2018-03-27	华领医药	生物科技
2018-02-08	石基信息	应用软件
2018-01-29	小鹏汽车	汽车制造
2018-01-13	三禾服装	工业机械
2017-11-28	SenseTime 商汤科技	信息科技咨询与其它服务
2017-08-16	中国联通	综合电信服务
2017-07-22	中国铁塔	综合电信服务
2017-07-22	中国移动通信	综合电信服务
2016-03-24	神州专车	信息科技咨询与其它服务
2016-03-01	斑马智行	信息科技咨询与其它服务
2015-05-15	圆通速递	航空货运与物流

资料来源：Wind、浦银国际

估值分析与预测

• 首予“买入”评级，目标价 320 港元

由于阿里巴巴包含不同的业务种类，我们采用分部加总法对其进行估值。我们给予“买入”评级，12 个月目标价为 320 港元。

由于电商业务是目前公司的主要收入和利润来源，且盈利水平相对稳定，我们对该分部业务采用 20x FY2021E 的 EV/EBIT 估值；云业务仍保持高速增长，但盈利水平尚未企稳，我们采用 10x 的 FY2021E 的 P/S 来估算；数字文娱和创新业务，我们采用 3x 的 FY2021E 的 P/S 来估算。

我们的目标价 320 港元，分别对应 37x 和 27x 的 FY2021E 和 FY2022E 市盈率。

图表 66: 阿里巴巴估值-分部加总法

业务（人民币百万）	FY21E		估值方法		
	收入	经营利润	EV/EBIT	P/S	估值
核心商业	585,147	228,207	20		4,564,147
云计算	62,414			10	624,142
数字文娱	29,019			3	87,057
创新及其他	9,046			3	27,137
蚂蚁金服					462,000
其他投资					106,867
净现金					422,994
市值(人民币 百万)					**6,294,344**
人民币/港币					0.9
市值(港元 百万)					**6,993,715**
股数(百万)					21,822
目标价(港元)					320

注：E=浦银国际预测

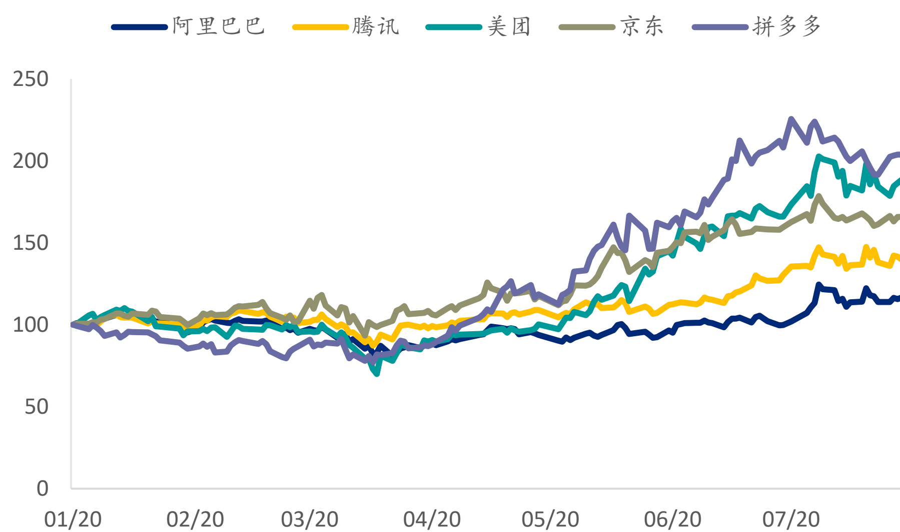
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 67：可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	P/S	2018A	2019A	P/E(市盈率) 2020E	2021E
9988 HK EQUITY	阿里巴巴	677,335	244.6	7.1	52.9	48.2	35.7	29.6
700 HK EQUITY	腾讯	670,069	543.5	9.3	61.3	49.7	39.6	32.0
3690 HK EQUITY	美团	144,845	191	8.3	N/A	547.7	350.7	65.7
NTES US EQUITY	网易	62,456	451.91	6.1	48.8	28.0	25.1	21.8
BIDU US EQUITY	百度	39,933	115.86	2.5	12.5	18.8	18.0	13.8
TCOM US EQUITY	携程	16,517	27.85	4.8	26.0	20.8	N/A	21.8
AMZN US EQUITY	亚马逊	1,523,866	3,055.21	5.1	74.5	80.3	92.6	58.2
综合性平台平均				**6.2**	**46.0**	**113.4**	**93.6**	**34.7**
PDD US EQUITY	拼多多	113,796	83.44	13.7	N/A	N/A	N/A	197.8
JD US EQUITY	京东	97,632	62.78	0.9	281.7	61.9	48.1	30.9
VIPS US EQUITY	唯品会	14,491	21.55	1.0	37.7	22.9	16.8	14.0
BZUN US EQUITY	宝尊	2,456	38.96	1.9	44.4	43.2	30.6	21.9
EBAY US EQUITY	eBay	39,200	57.23	3.7	24.8	20.6	15.8	15.2
电商平台平均				**4.2**	**97.2**	**37.2**	**27.8**	**56.0**
CRM US EQUITY	Salesforce	172,055	190.96	8.3	143.0	73.2	65.9	64.0
ZM US EQUITY	Zoom	71,183	252.33	36.0	N/A	N/A	931.1	202.2
TEAM US EQUITY	Atlassian	45,546	184.51	24.7	388.4	225.3	167.6	137.3
WDAY US EQUITY	Workday	43,184	183.76	10.0	188.1	145.4	102.4	80.8
WORK US EQUITY	Slack	16,556	29.37	17.8	N/A	N/A	N/A	N/A
智慧办公平均				**19.3**	**239.9**	**147.9**	**316.7**	**121.1**
PYPL US EQUITY	PayPal	208,977	177.98	9.9	74.3	57.9	52.6	42.5
V US EQUITY	Visa	382,694	196.91	17.4	43.0	36.5	39.3	33.6
MA US EQUITY	MasterCard	310,015	308.86	19.3	47.9	40.2	47.1	35.6
支付平台平均				**15.5**	**55.0**	**44.9**	**46.3**	**37.2**
总平均				**10.4**	**98.3**	**90.0**	**124.1**	**58.9**

注：E= Bloomberg；NA 代表公司亏损，市盈率不适用，7 月 28 日数据
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 68: 阿里 vs 腾讯 vs 美团 vs 京东 vs 拼多多 YTD 股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

投资风险

- 宏观经济增速放缓，或影响居民的收入，进而减少居民的消费支出，公司的相关收入将受到影响。
- 电商竞争加剧。直播电商的火爆，促使短视频和直播平台加速构建自身电商带货供应链和完成自身商业变现的闭环，或对传统电商的收入有一定侵蚀作用。
- 下沉市场的不确定性，社交电商以及私域流量的火爆，或抢占市场份额。
- 我国云计算仍属于早期，前期需要大量资本开支，若云计算板块盈利能力不及预期，或拖累公司利润率水平。

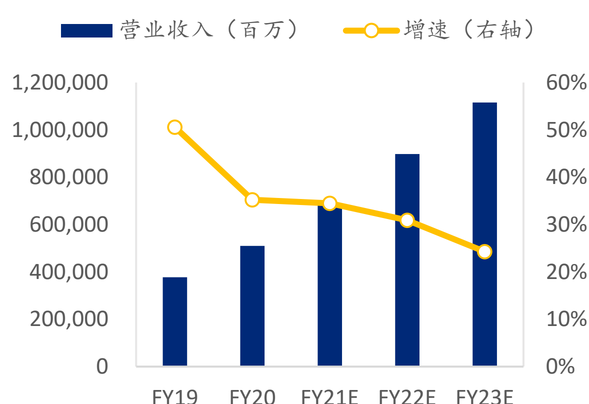
财务分析及预测

• 预计收入未来三年年均复合增长达 30%

2020 财年，阿里巴巴收入同比增长 35.3%，达到 5097 亿，主要得益于 GMV 的增长和变现率的改善。利润方面，2020 财年调整后净利润为 2111 亿，调整后净利率为 41.4%。

疫情对电商佣金和本地生活服务等业务有一定影响，但同时也为阿里健康、盒马和钉钉带来更多流量，加快了线下服务的数字化进程。一季度，线下物流受到影响，2020 年 1-3 月公司收入同比增长 22%，增速有所下滑。从长期来看，疫情进一步加速了线上化，利好电商行业。我们预测公司收入未来三年年均复合增长 30%。

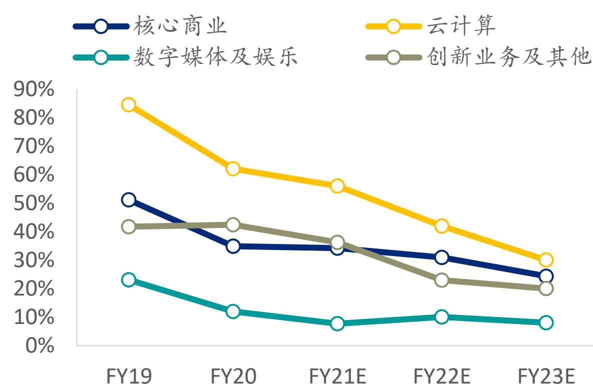
图表 69：阿里巴巴收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 70：阿里巴巴分部业务增速



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

分部收入来看，核心商业业务仍将保持稳健增长，云计算业务是公司未来的主要增长点，数字文娱和创新业务是核心业务的重要补充。其中核心电商商业收入年均复合增长 30%，主要受益于 GMV 和货币化率的双重推动。云计算板块，由于市场需求旺盛，我们认为云计算仍将保持高速增长，未来三年年均复合增长 42%；数字文娱板块，未来三年年均复合增长 9%；创新及其他板块未来三年年均复合增长 26%。

图表 71:公司财务预测

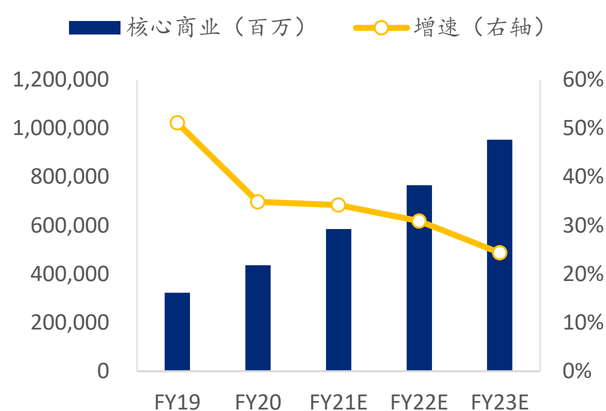
人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
合计收入	376,844	509,711	685,626	897,538	1,115,527
同比增长	51%	35%	35%	31%	24%
核心商业					
收入	323,400	436,104	585,147	765,862	952,484
同比增长	51%	35%	34%	31%	24%
云计算					
收入	24,702	40,016	62,414	88,628	115,217
同比增长	84%	62%	56%	42%	30%
数字媒体及娱乐					
收入	24,077	26,948	29,019	31,921	34,475
同比增长	23%	12%	8%	10%	8%
创新业务及其他					
收入	4,665	6,643	9,046	11,126	13,352
同比增长	42%	42%	36%	23%	20%

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

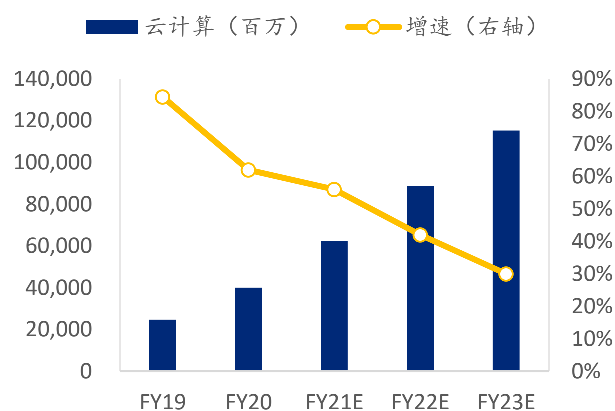
核心商业仍将保持稳健增长。2020 财年核心商业收入为 4361 亿，近三年年均复合增长 48%。我们预计未来三年年均复合增长 30%，主要得益于 GMV 的持续增长。我们预计核心商业的收入占比将稳定在 85%左右。

图表 72: 核心商业收入预测



E=浦银国际预测
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 73: 云计算收入预测

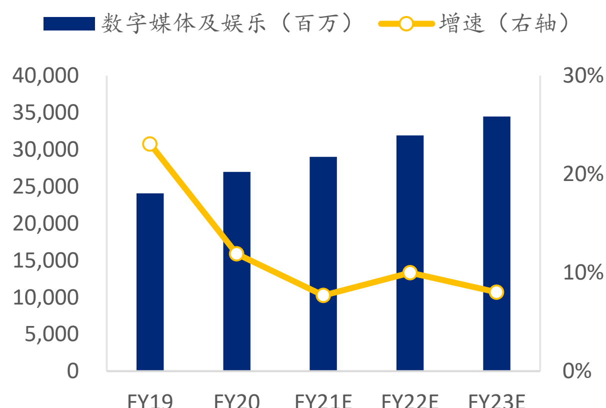


E=浦银国际预测
资料来源：公司财报、浦银国际

云计算是公司未来的增长点。2020 财年云计算收入为 400 亿，近三年年均复合增长 82%。我们预计未来三年年均复合增长 53%，将受益于广阔的云业务需求，云计算在 FY2023 的收入占比预计将从现在的 8%增长至 10%。

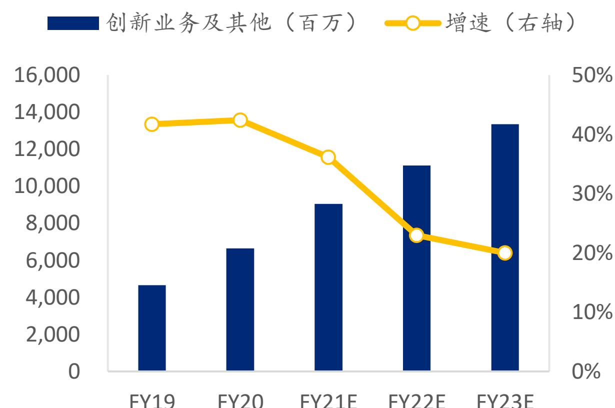
2020 财年，数字媒体及娱乐、创新业务收入分别为 269 亿和 66 亿，占总收入的 5%和 1%，我们预测两个细分板块未来三年的年均复合增长分别为 9%和 26%。

图表 74: 数字媒体及娱乐业务收入预测



E=浦银国际预测
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 75: 创新业务收入预测



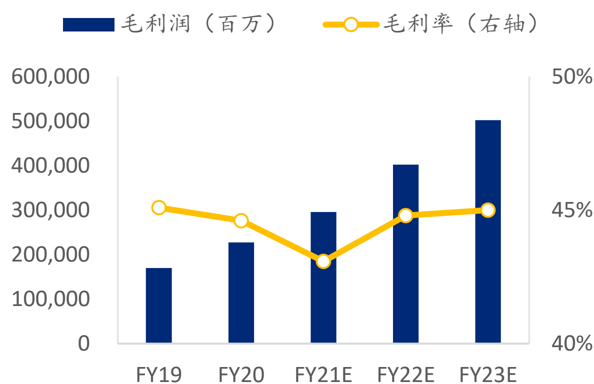
E=浦银国际预测
资料来源：公司财报、浦银国际

● 利润率基本保持平稳

2020 财年毛利率为 44.6%，GAAP 净利率为 29.3%，调整后净利率为 41.4%。2021 财年的毛利率和净利率或受到疫情的影响而有所下滑，我们预计毛利率和调整后净利率分别为 43%和 27%。长期来看，低利率的云业务占比在逐步提升，但云业务自身的利润率将持续改善。此外，阿里云目前以 IaaS 为主，未来会向下游 SaaS 延伸，也将有利于利润率的提升。

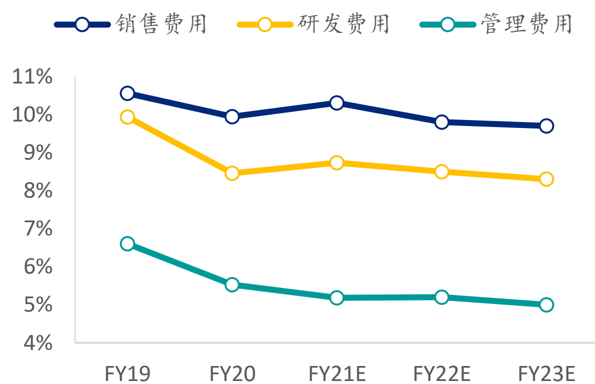
我们预测 2021-2023 财年，公司净利润分别为 1523 亿，2190 亿和 3213 亿，年均复合增长 29%。

图表 76: 阿里巴巴毛利润预测



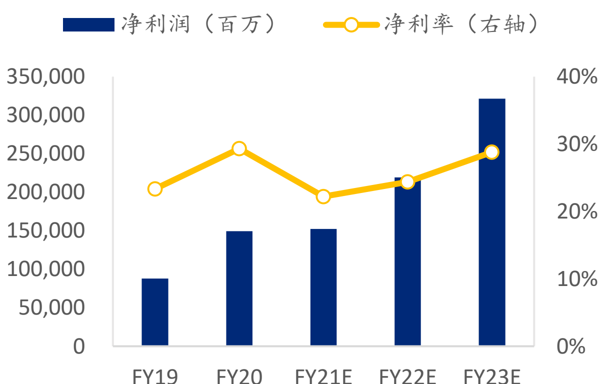
E=浦银国际预测
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 77: 阿里巴巴三大费率预测



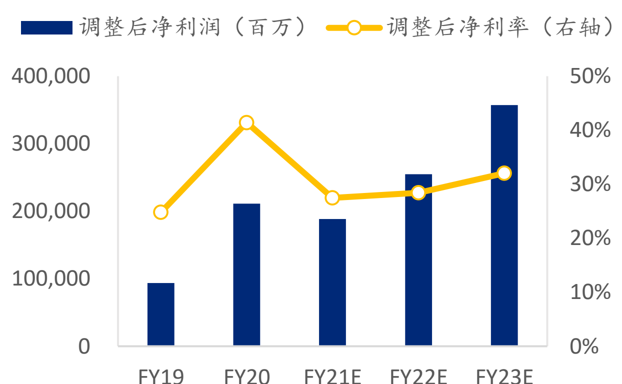
E=浦银国际预测
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 78: 阿里巴巴净利润预测



E=浦银国际预测
资料来源：公司财报、浦银国际

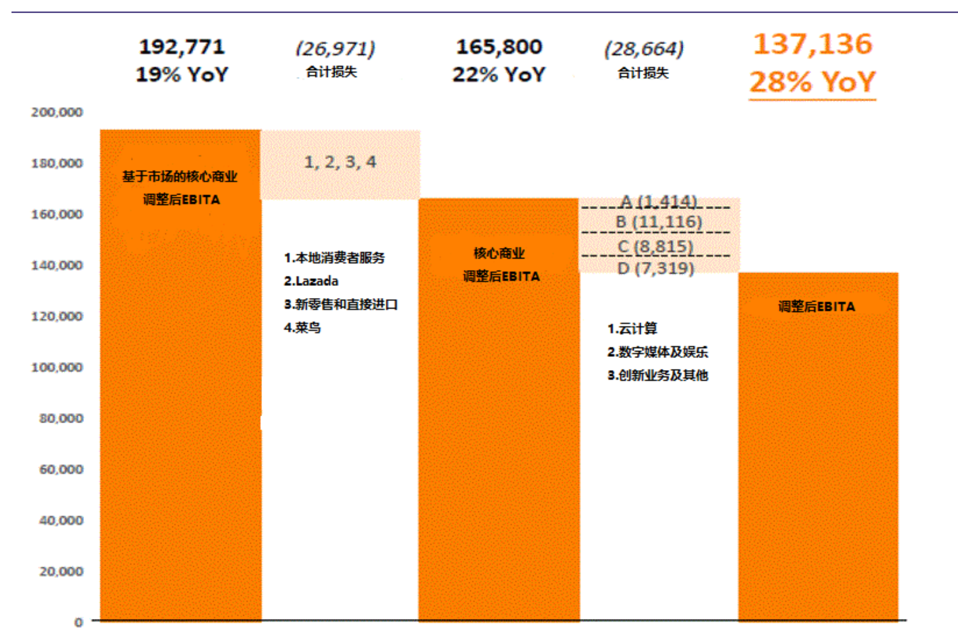
图表 79: 阿里巴巴调整后净利润预测



E=浦银国际预测
资料来源：公司财报、浦银国际

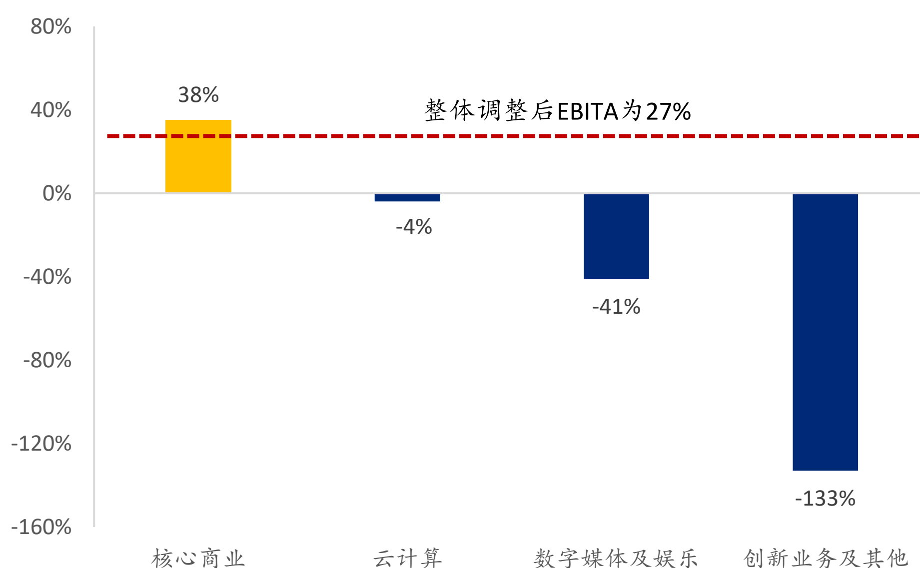
细分板块来看，FY20 财年公司调整后 EBITA 率为 27%，其中核心业务调整后 EBITA 率为 38%；云计算为-4%；数字文娱板块为-41%；创新及其他板块为-133%。核心商业板块是公司的利润的唯一来源，其他板块目前都处于亏损，但亏损有所收窄。而核心商业板块中，本地生活服务、Lazada、新零售以及菜鸟物流合计亏损 270 亿，约占集团收入的 5.3%，非核心商业的亏损为 287 亿，约占集团收入的 5.6%。

图表 80: FY20 调整后 EBITA



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 81: 2020 财年细分板块利润率



资料来源：公司财报、浦银国际

附录

• 公司简介

阿里巴巴是中国领先的互联网公司，其业务涵盖核心商业、云计算、数字媒体及娱乐以及创新业务及其他。公司通过布局四大业务板块，逐步完善阿里生态。其中核心商业包括中国零售（淘宝、天猫、新零售）、国际零售（Lazada、速卖通、天猫国际）、中国批发（1688）、国际批发（阿里巴巴国际站）、物流（菜鸟网络）、本地生活服务（饿了么和口碑）等。云计算板块主要通过旗下阿里云提供云服务。数字媒体及娱乐业务包括优酷土豆、UC 浏览器等。创新及其他业务包括高德地图、钉钉、天猫精灵等。此外，公司也通过非并表关联方蚂蚁金服提供支付和普惠金融服务。

图表 82: 阿里巴巴业务覆盖



资料来源：公司官网、浦银国际

从营收构成来看，核心商业是公司最主要的收入来源，2020 财年占比 85.6%，其次为云计算、数字娱乐和创新及其他业务，占比分别为 7.9%、5.3%和 1.3%。其中中国零售商业（To C 业务）又是核心商业板块收入最主要的贡献者，主要包括淘宝、天猫等。

淘宝是中国最大的移动商业平台，创立于 2003 年，平台上的商家主要是个体户和小企业，为消费者提供高度互动的个性化购物体验。

天猫是全球最大的面向品牌与零售商的第三方在线及移动商业平台，创立于 2008 年，致力服务日益追求更高质量的产品与极致购物体验的消费者。

阿里妈妈创立于 2007 年,是阿里集团的变现平台。阿里妈妈通过数据技术,匹配商家、品牌和零售商的推广需求,与第三方媒体资源对接,助力变现。此外,通过阿里妈妈的营销联盟计划,商家还可以选择在第三方客户端和网站进行营销展示,触达阿里巴巴旗下平台以外的资源和客户。

电商 To B 业务包括国内批发业务(1688)和国际批发业务阿里巴巴国际站。其中阿里巴巴国际站(Alibaba.com)是阿里巴巴最先创立的业务,是中国最大的综合型外贸线上交易批发平台。买家一般是贸易代理商、批发商、零售商、制造商和开展进出口业务的中小企业。1688.com 创立于 1999 年,是领先的综合型内贸交易批发市场,促进国内批发买家和卖家在服装、日用品、家装建材、电子产品、包装材料等多个类目下的交易。

菜鸟网络,创立于 2013 年,协同物流合作伙伴建立并运营全球化的仓配网络,提供国内及国际一站式物流服务及供应链解决方案,以规模化的方式满足广大商家和消费者的多种物流需求。

阿里云创立于 2009 年,是世界第三大、亚太地区最大的 IaaS 及基础设施公用事业服务提供商,以及中国最大的公有云服务提供商。阿里云向阿里巴巴数字经济体及外部机构提供一整套云服务,包括弹性计算、数据库、存储、网络虚拟化服务、大规模计算、安全、管理和应用服务、大数据分析、机器学习平台及物联网服务。

蚂蚁金服是一家致力于为中国及全球的消费者及小微企业提供普惠金融的科技公司。蚂蚁金服主要依靠持续科技创新及与金融机构开展合作,经营数字支付服务和金融科技平台服务。

此外,阿里巴巴也通过一系列收购,不断拓展自身的商业版图,公司通过收购 Lazada 进军东南亚电商市场;收购考拉电商,进一步巩固跨境电商领域优势;收购饿了么,与口碑合并,打造本地生活服务公司;收购 UC 和优酷,布局数字文娱产业;收购高德地图,抢占地图流量入口。

● 股权结构

公司股权结构方面，软银是公司最大股东，持股 25.11%。创始人马云持股 4.17%。

公司治理结构方面，阿里巴巴创始人及管理层创立“湖畔合伙人”制度，目前阿里巴巴共有合伙人为 38 人。根据《公司章程》，在“合伙人”制度中，由合伙人提名董事会的大多数董事人选。提名的每位董事人选，必须在年度股东大会上得到超过投票股东所持表决权的二分之一同意方能当选。如果未获得股东选举，或在当选后因故离任董事，阿里巴巴合伙有权委任另一人士担任空缺职位所属组别的临时董事，直至下一届预定年度股东大会召开为止。合伙人制度有效解决公司管理权长期可持续的接替。

图表 83：阿里巴巴主要股东（截至 2020 年 7 月 30 日）

排序	主要股东	占比(%)
1	SoftBank Group Corp	25.11
2	马云	4.17
3	APN Ltd	1.86
4	蔡崇信	1.65
5	JPMorgan Chase & Co	1.51
6	Capital Group Cos Inc	1.43
7	Schroders PLC	0.28
8	FMR LLC	0.09
9	BlackRock Inc	0.04
10	UBS AG	0.04

资料来源：Bloomberg、浦银国际

• 管理层介绍

图表 84: 阿里巴巴部分高管团队介绍

姓名	任职情况	简历
张勇	董事会主席兼首席执行官	张勇于 2019 年 9 月出任阿里巴巴集团董事会主席，并自 2015 年 5 月起担任集团首席执行官。他同时是阿里巴巴集团合伙人创始成员； 曾担任阿里巴巴集团首席运营官，淘宝首席财务官，天猫总裁等； 曾担任盛大互动娱乐有限公司的首席财务官； 张勇拥有上海财经大学金融学学士学位。
蔡崇信	执行副主席	蔡崇信于 1999 年加入阿里巴巴集团，为公司创始人之一； 曾任职于 Investor AB 的香港分部从事私募股权投资； 曾担任纽约管理层收购公司 Rosecliff, Inc.的首席法律顾问； 曾在 Sullivan & Cromwell LLP 担任税务组律师； 耶鲁学院经济学及东亚研究学士学位以及耶鲁法学院法学博士学位。
J.MICHAEL EVANS	董事兼总裁	曾担任高盛亚洲业务部主席，巴里克黄金公司董事； 得普林斯顿大学政治学学士学位。
武卫	首席财务官兼投资部负责人	曾是毕马威华振会计师事务所北京办事处审计合伙人； 首都经济贸易大学的会计学学士学位。
张建锋	阿里云智能事业群总裁	曾担任首席技术官，中国零售事业群总裁，淘宝网及无线事业部总裁； 浙江大学主修计算机科学专业。
戴珊	B 类事业群总裁	曾任阿里巴巴集团首席客户服务官，以及阿里巴巴集团副首席人才官、首席人才官；曾任中国雅虎人力资源副总裁，以及阿里巴巴广州分公司的第一任总经理，负责广东省的直销、电话销售、市场推广及人力资源事务； 杭州电子工业学院工程学学士学位。
蒋凡	淘宝总裁兼天猫总裁	曾创立了友盟并担任其首席执行官； 曾在谷歌中国从事产品开发； 复旦大学计算机科学与技术学士学位。
樊路远	大文娱事业群总裁	担任阿里影业首席执行官和董事会主席； 曾担任多个高级管理职位，包括支付宝总裁和蚂蚁集团财富管理业务总裁。 长江商学院工商管理硕士学位。

资料来源：公司 FY2020 财报、浦银国际

• 财务报表

图表 85: 损益表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
损益表					
核心电商	323,400	436,104	585,147	765,862	952,484
云计算	24,702	40,016	62,414	88,628	115,217
数字文娱	24,077	26,948	29,019	31,921	34,475
创新及其他	4,665	6,643	9,046	11,126	13,352
收入合计	**376,844**	**509,711**	**685,626**	**897,538**	**1,115,527**
同比增长	*51%*	*35%*	*35%*	*31%*	*24%*
成本	(206,929)	(282,367)	(390,259)	(495,441)	(613,540)
毛利润	**169,915**	**227,344**	**295,367**	**402,097**	**501,987**
毛利率	*45%*	*45%*	*43%*	*45%*	*45%*
销售费用	(39,780)	(50,673)	(70,633)	(87,959)	(87,061)
研发费用	(37,435)	(43,080)	(59,861)	(76,291)	(74,496)
管理费用	(24,889)	(28,197)	(35,514)	(46,672)	(44,877)
其他	(10,727)	(13,964)	(16,000)	(16,000)	(16,000)
营业利润	**57,084**	**91,430**	**113,360**	**175,176**	**279,553**
营业利润率	*15%*	*18%*	*17%*	*20%*	*25%*
利息收入	44,106	72,956	68,563	89,754	111,553
融资成本	(5,190)	(5,180)	(6,968)	(9,121)	(11,337)
其他	221	7,439	-	-	-
税前利润	**96,221**	**166,645**	**174,955**	**255,808**	**379,769**
所得税开支	(16,553)	(20,562)	(30,617)	(44,766)	(66,460)
净利润	**80,234**	**140,350**	**144,338**	**211,042**	**313,310**
净利率	*21%*	*28%*	*21%*	*24%*	*28%*
非控股权益	7,652	9,083	8,000	8,000	8,000
归属普通股东净利润	**87,600**	**149,263**	**152,338**	**219,042**	**321,310**
非通用会计准则					
以股份为基础的酬金	37,491	31,742	32,000	32,000	32,000
调整后营业利润	**57,084**	**91,430**	**113,360**	**175,176**	**279,553**
调整后经营利润率	*15%*	*18%*	*17%*	*20%*	*25%*
调整后净利润	**93,407**	**211,136**	**188,338**	**255,042**	**357,310**
调整后净利润率	*25%*	*41%*	*27%*	*28%*	*32%*

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 86: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
资产负债表					
流动资产					
现金及现金等价物	189,976	330,503	447,015	660,246	980,211
应收账款及其他应收	58,590	84,229	105,481	142,466	177,068
短期投资	3,262	28,478	28,478	28,478	28,478
受限资产	8,518	15,479	15,479	15,479	15,479
理财产品	9,927	4,234	4,234	4,234	4,234
流动资产合计	**270,273**	**462,923**	**600,687**	**850,903**	**1,205,470**
非流动资产					
物业、厂房及设备	92,030	103,387	117,298	131,309	144,719
理财产品	157,090	161,329	161,329	161,329	161,329
预付和应收	28,018	57,985	57,985	57,985	57,985
权益投资	84,454	189,632	189,632	189,632	189,632
无形资产和土地使用权	68,276	60,947	60,947	60,947	60,947
商誉	264,935	276,782	276,782	276,782	276,782
非流动资产合计	**694,803**	**850,062**	**863,973**	**877,984**	**891,394**
总资产	**965,076**	**1,312,985**	**1,464,660**	**1,728,887**	**2,096,865**
流动负债					
短期银行借款	7,356	5,154	4,500	5,000	5,500
短期无担保优先票据	15,110	-	-	-	-
应付所得税	17,685	20,190	20,190	20,190	20,190
应付托管	8,250	3,014	3,014	3,014	3,014
应付账款	117,711	161,536	167,226	218,912	272,080
商户存款	10,762	13,640	13,640	13,640	13,640
递延收入	30,795	38,338	38,338	38,338	38,338
流动负债合计	**207,669**	**241,872**	**246,908**	**299,094**	**352,762**
非流动负债					
借款	35,427	39,660	35,000	36,000	37,000
递延收入	1,467	2,025	2,025	2,025	2,025
递延所得税负债	22,517	43,898	43,898	43,898	43,898
优先无抵押票据	76,407	80,616	80,616	80,616	80,616
其他负债	6,187	25,263	25,263	25,263	25,263
非流动负债合计	**142,005**	**191,462**	**186,802**	**187,802**	**188,802**
总负债	**349,674**	**433,334**	**433,710**	**486,896**	**541,564**
夹层权益	6,819	9,103	9,103	9,103	9,103
资本公积	231,783	343,707	343,707	343,707	343,707
未分配利润	257,886	406,287	550,625	761,666	1,074,976
其他股东权益	2,588	5,407	5,407	5,407	5,407
公司拥有人应占权益	**492,257**	**755,401**	**899,739**	**1,110,780**	**1,424,090**
非控股权益	116,326	115,147	115,147	115,147	115,147
总权益	**615,402**	**879,651**	**1,023,989**	**1,235,030**	**1,548,340**
现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	150,975	180,607	149,865	251,731	363,465
投资活动现金流量净额	(156,161)	(108,072)	(35,000)	(40,000)	(45,000)
融资活动所得现金流量净额	(7,392)	70,853	(5,314)	1,500	1,500
现金及现金等价物增加净额	**(12,578)**	**143,388**	**109,551**	**213,231**	**319,965**
年初现金及现金等价物	199,309	189,976	337,464	447,015	660,246
汇率变动影响	3,245	4,100	-	-	-
年末现金及现金等价物	**189,976**	**337,464**	**447,015**	**660,246**	**980,211**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

评级定义

证券评级定义：

"买入"：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
"维持"：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
"卖出"：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

"增持"：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
"中性"：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
"减持"：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 ii）其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；（iii）该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；（ii）他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称”浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥
jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻
stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政
sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼



浦银国际证券机构销售团队

黄路遥
jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻
stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政
sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。



如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。



考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽晕染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	**20000 份行业研究报告**	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学	
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学	
	吉他教学					
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	乒乓球教学	太极拳教学	
	围棋教学	高尔夫球				
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织	
	小吃+美食					暗号：666
语言学习：	英语					免费领取资料微信
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学				1131084518

微信1131084518
撩汉liaohan.net
最好资源zuihaoziyuan.com



如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

